

التمويل والاستثمار

Finance and investment

الاستاذالدكتور

محمد الفاتح محمود بشير المغربى

التمويل والاستثمار في الإسلام

بسم الله الرحمن الرحيم

الطبعة الأولى

٢٠١٦م

المملكة الأردنية الهاشمية

التمويل والاستثمار في الاسلام

بروفيسور: محمد الفاتح محمود بشير المغربي

دار الجنان للنشر والتوزيع

عمان – العبدلي - مجمع جوهرة القدس التجاري – ط(M)

- هاتف: ٠٠٩٦٢ ٦ ٤٦٥٩٨٩١ تلفاكس: ٠٠٩٦٢ ٦ ٤٦٥٩٨٩٢
- موبايل: ٠٠٩٦٢ ٧٩٥٧٤٧٤٦٠ موبايل: ٠٠٩٦٢ ٧٩٦٢٩٥٤٥٧
- هاتف السودان – الخرطوم ٠٠٢٤٩ ٩١٨٠٦٤٩٨٤
- ص.ب ٩٢٧٤٨٦ الرمز البريدي ١١١٩٠ العبدلي
- البريد الإلكتروني: dar_ jenan@yahoo.com

daraljenanbook@gmail.com

التمويل والاستثمار

في الاسلام

بروفيسور

محمد الفاتح محمود بشير المغربي



مقدمة:

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين.

إذا كان التمويل بمفهومه العام يعني المال، وإذا كان الاستثمار بمفهومه البسيط يعني استخدام المال في العمليات الاقتصادية بغية الحصول على مردود أو نتيجة، فإن كل استثمار يعتبر بالضرورة تمويلا، ولكن التمويل لا يعتبر في كل الحالات استثمارا إلا أن كلا المصطلحين مهمين في الفكر الاقتصادي خاصة إذا ربطناهما بالمشروعات، لذلك نجد أن الاقتصاد الإسلامي أعطى أهمية بالغة لعمليات التمويل لتحقيق الاستثمار، يتجلى ذلك من خلال إقامة العديد من المؤسسات المالية الإسلامية التي تعمل على تقديم التمويل اللازم لمختلف المشروعات الاقتصادية التي تتوفر على عدة شروط، وعلى رأسها السلامة الشرعية لكل معاملاتها المالية ونوعية سلعها المنتجة أو خدماتها المقدمة والتي يراعى فيها سلم الأولويات الإسلامية والالتزام بالسلوك الإسلامي في مختلف تعاملاتها، إضافة إلى مبادئ السلامة الاجتماعية والاقتصادية والتي تسعى إلى تحقيق أكبر حد ممكن منها.

إن للمال في الإسلام وظيفة اجتماعية ذات أبعاد واسعة إلى جانب وظيفة اقتصادية، فهو يعتبر وسيلة إلى الحياة الكريمة للإنسان، لذلك وضع الإسلام ضوابط لكسبه و إنفاقه. وإذا كان هذا الكسب والإنفاق يدخل في إطار عملية التمويل بالمفهوم الاقتصادي، فسوف نحاول معرفة من خلال هذا الفصل مفهوم المال وصولا إلى مفهوم التمويل و أهم مصادره و المبادئ التي تحكمه في الاقتصاد الإسلامي .

يعاب على مبادئ الاستثمار والتمويل في الأنظمة الوضعية أنها تسعى إلى تحقيق أكبر ربح ممكن دون مراعاة لشرعية وعواقب الأنشطة المستثمر فيها، في حين يعمل الاقتصاد الإسلامي على تجسيد وربط كل المعاملات المالية والمشروعات بقيم وأسس الشريعة الإسلامية، حتى يتمكن من تحقيق ولو حد الكفاية لكل أفراد المجتمع، وذلك بتلبية الاحتياجات الضرورية، وما زاد عن ذلك يتوقف على مدى كفاءة وقدرة صاحبه.

ُتعد المعاملات المالية من أهم محركات الاقتصاد لذلك فقد عني الإسلام بوضع مبادئ عامة تحكم هذه المعاملات حفاظا على بقاء المسلم في إطاره الصحيح، ولعلّ أهم هذه الضوابط هو الابتعاد عن الربا والاكتناز واستثمار أموالهما وفقا لمبادئ المشاركة.

الإسلام حرم الربا تحريما قطعيا لا يوجد فيه استثناءات ولا حدود لحرمته، فيقول الإمام مالك رحمه الله: إّني تصفحت كتاب الله وسنة . نبيه فلم أر شيئًا أشر من اّلربا، لأن الله آذن فيه بالحرب. بنوعيه ربا النسيئة: هو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل ودون عوض، أو أن يكون بلا زيادة أصلا. فإذا حان الأجل، وعجز المقترض عن الوفاء طلب المقرض الزيادة، وقد يتكرر هذا عدة مرات، فتضاف الزيادة ويتضاعف الدين، وهذا ما أشارت إليه الآية الكريمة: "يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا الربا أضعافا مضاعفة" سورة آل عمران الآية ١٣٠، وربا البيوع (الفضل): هو مبادلة الشيء بجنسه مع الزيادة (سواء كما أو نوعا)، فعن عباس بن الصامت قال: قال رسول الله صّلى الله عليه وسلم "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير، والتمر بالتمر والملح بالملح، مثلا بمثل، سواء بسواء يدا بيد، فإن اختلفت هذه الأمثال فبيعوا كيفما شئتم إذا كان يدا بيد" ومن هذا الحديث يتبن لنا أن الربا لا يقتصر على المعاملات النقدية فقط، بل يقع نتيجة مبادلة السلع بمثيلتها والتي لا تجوز إّلا إذا تساوت الكميات المتبادلة وكان التبادل فورياً. وآثار الربا تتمثل على الفرد والمجتمع منها: الآثار الأخلاقية والاجتماعية: التعامل بالربا يعلِّم الإنسان الكسل والخمول وانتظار الحصول على المال دون جهد أو عمل، بينما يمجد الإسلام العمل ويجعله أفضل السبل للكسب وحفظ الكرامة. ويؤدي إلى ظهور الطبقية، فالغني يقرض ماله ليحصل على فوائد من عند المحتاج المضطر للجوء إليه لسد حاجاته الضرورية، فيزيد الغني غنا ويزيد الفقير فقراً لتتسع الهوة أكثر، فيقضي على التعاون والتراحم والرفق بالضعفاء والمحتاجين، وهكذا تفسد العلاقة بين الأفراد، وينتشر الكره والحقد بينهم. وأيضا للربا آثار اقتصادية حيث يؤدي الربا إلى تخفيض حجم الاستثمار، لأن أصحاب الأموال سيحجمون على الإقدام على الاستثمار في المشاريع التي تنطوي على مخاطر متعددة، في حين هناك بديل

يسمح بتنمية أموالهم دون مخاطر، ويعطّل الربا العمل ويساعد على انتشار البطالة، وهو نتيجة لعدم الإقبال على الاستثمار في المشاريع من جهة، ومن جهة أخرى اكتفاء أصحاب الأموال بالفوائد كعوائد عليها دون اللجوء إلى العمل، وعلى العكس في حالة الإقبال على استثمارها.

تخضع عملية التمويل الإسلامي للمشروعات لمجموعة من الضوابط والمبادئ التي من شأنها أن تجعلها أكثر كفاءة وفعالية بهدف تحقيق تنمية شاملة، وبادئ ذي بدأ السلامة الشرعية لهذه المشروعات، وهو جوهر الاختلاف بين التمويل في النظام الإسلامي وباقي الأنظمة الأخرى. لا يرقى المشروع إلى دراسة تفصيلية إلا بعد أن تتوافر فيه السلامة المبدئية التي تتحدد انطلاقا من: مبدأ السلامة الشرعية للمشروعات مبدأ السلامة الاجتماعية للمشروعات ومبدأ السلامة الاقتصادية للمشروعات.

لقد اشتمل هذا الكتاب على اثني عشر فصل حيث تناول الفصل الأول مفهوم التمويل في الإسلام وشمل الفصل الثاني طبيعة القرارات التمويلية أما الفصل الثالث فتناول تكلفة التمويل والفصل الرابع العلاقة بين العائد والتكلفة وأثرها في اختيار هيكل التمويل وتناول الفصل الخامس مفهوم الاستثمار في الإسلام أما الفصل السادس مقدمات قرار الاستثمار وجاء الفصل السابع مخاطر الاستثمار والفصل الثامن أدوات الاستثمار في الإسلام أما الفصل التاسع الهندسة المالية الإسلامية والفصل العاشر أساليب تقييم المشروعات أما الفصل الحادي عشر تشكيل المحافظ الاستثمارية والفصل الثاني عشر المحافظ الاستثمارية الإسلامية.

وفي الأخير أسأل الله أن يكون هذا العمل فيه النفع لطلاب العلم خاصة والأمة عامة، والله ولي التوفيق.



الفصل الأول

مفهوم التمويل في الإسلام

أولاً: مفاهيم التمويل:

يعتبر التمويل النشاط الرئيسي الذي يرتكز عليه الاستثمار في الشركات والمؤسسات ويتمثل في كيفية الحصول علي الموارد المالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها علي الاستخدامات المختلفة.

أولا:التمويل من الناحية الاقتصادية:-

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم التمويل من وجهة النظر الاقتصادية، ومنها:

ما قيل بأن التمويل هو: تدبير الأموال في المشروع(١).

كما قيل بأنه: مجموع الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع في أي وقت يكون هناك حاجة إليها،ويمكن أن يكون هذا التمويل قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل(١).

ومن ذلك أيضا ما ذهب إليه البعض من أن التمويل هو: الإمداد للأصول في أوقات الحاجة إليها(١).

ويلاحظ على هذه التعريفات أنها تتجاهل البعد الاجتماعي للتمويل وتركز فقط على البعد المادي، كما أنها تهمل ذكر مصادر التمويل التي يجب أن تكون مصادر مشروعة، وذلك هو جوهر الاختلاف بين التمويل الإسلامي وغيره. ولذا نتناول فيما يلي مفهوم التمويل الإسلامي.

---

(١) إدارة التمويل في مشروعات الأعمال:د/عبد الفتاح دياب حسن،سلسلة مطبوعات المجموعة الاستشارية العربية، ص٣١.

(٢) التمويل اللاربوي للمؤسسات الصغيرة في الأردن:د/ جميل محمد سلمان خطاطبة، ص٦، نقلا عن د/عبد العزيز هيكل:موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية،دار النهضة – بيروت، ط١٩٨٦،١ م.

(٣) التمويل اللاربوي: المرجع السابق ص٣٨.

ثانيا: مفهوم التمويل الإسلامي:

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم التمويل الإسلامي، ومن هذه التعاريف ما يلي:

ما ذهب إليه البعض من أن التمويل الإسلامي هو: "أن يقوم الشخص بتقديم شيء ذو قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقا وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرارالإداري والاستثماري ([1]).

ومن الملاحظ على هذا التعريف أنه حصر التمويل فقط على أن يكون بين شخصين دون أن يشمل التمويل الذي قد يكون من الدولة أو من المؤسسات المالية والمصرفية.وذهب جانب آخر إلى تعريفه بأنه: "تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالكها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية([2]).

ويلاحظ على هذا التعريف انه اقتصر على التمويل الاستثماري، دون أن يشمل على التمويل التطوعي كالهبة والتبرع كوسائل وعقود تمويل في الإسلام، كما أنه لم يشتمل كذلك على صيغة القرض الحسن.

لذا فإن التعـريف الأولى بالقبول للتمويل الإسلامي أنه: "تقديم ثروة عينية أو نقدية إما على سبيل اللزوم أو التبرع أو التعاون أو الاسترباح من مالكها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد معنوي أو مادي تحث عليه أو تبيحه الأحكام الشرعية([3]).

---

(١)التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: د/فؤاد السرطاوي،دار المسيرة،عمان، الطبعة الأولى ١٩٩٩م، ص٩٧.

(٢)مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي:د/منذر قحف، تحليل فقهي واقتصادي،المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب – جدة،١٩٩١م، الطبعة الأولى، ص١٢.

(١)التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة: د/محمد عبد الحميد محمد فرحان، دراسة لأهم مصادر التمويل، (دون طبعة)، (دون تاريخ)، ص ٣١.

فهذا التعريف يشمل كافة أنواع التمويل سواء كان بين شخصين أو بين شخص ومؤسسة مالية أو بينه وبين الدولة، كما يشمل التمويل الاستثماري والتمويل التطوعي.

وجه الخلاف بين التمويل الإسلامي والتمويل الربوي

توجد بعض الفروق الجوهرية التي تميز التمويل الإسلامي الاستثماري عن التمويل الربوي لاسيما لما يتميز به التمويل الإسلامي من خصائص لا تتوافر في التمويل الربوي،ويتضح ذلك من خلال العناصر التالية:

أ) ملكية رأس المال:

يستمر ملك رأس المال في التمويل الإسلامي للمالك، بينما تنتقل الملكية لرأس المال للطرف الآخر في التمويل الربوي([1]).

ب) الربح والخسارة:

١- يشترك الطرفان في الربح – قل أو كثر – حسب اتفاقيهما في التمويل الإسلامي، بينما لا ترتبط الزيادة التي يحصل عليها الممول في التمويل الربوي بنتيجة ربحية المشروع ولا بحصة المستفيد من التمويل.

٢- الخسارة تقع على رب المال في التمويل الإسلامي،بينما لا يتحمل الممول في التمويل الربوي أي خسارة، أي أن المستفيد في التمويل الإسلامي لا يضمن الخسارة إلا في حال التعدي أو التقصير؛ لأن يده يد أمانة، بينما في التمويل الربوي تعتبر يده يد ضمان.

٣- الربح في التمويل الإسلامي ربح حقيقي ؛ لأنه ناتج عن زيادة في عناصر الإنتاج، بينما في التمويل الربوي ربح وهمي ([2]).

ج) طبيعة نشاط الاستثمار:

١- ينحصر التمويل الإسلامي في الأعمال الاستثمارية المتوقع ربحها،بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل الربوي([3]).

---

(١) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: مرجع سابق، ص١٠٠.

(٢) أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل:د/ الغريب ناصر١٩٩٦م، ص٢٨٦.

(١) مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي: مرجع سابق، ص٥٢.

٢- يقتصر التمويل الإسلامي على الأعمال الموافقة للشرع، بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل الربوي "كالمرقص،والبار"ونحوهما.

٣- يشترط في التمويل الإسلامي التركيز على المشاريع التي تمتزج فيها عناصر الإنتاج، بينما لا يشترط ذلك في التمويل الربوي، فمثلا قد يستخدم المستفيد المال في إقراضه بالربا.

د) طبيعة التمويل:

يتم التمويل الإسلامي عن طريق النقود أوعن طريق الأصول الثابتة، بينما في التمويل الربوي يكون التمويل عن طريق النقد فقط([1]).

تطور مفهوم التمويل:

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد إحساس بضرورة وضع المبادئ الأساسية لنظرية التمويل بعد ثراء النظرية الاقتصادية وما أسفرت عنه الدراسات التحليلية في هذا المجال من نتائج تمثلت في مجموعة من المبادئ أصبح من السهل تكييفها وبلورتها في نظرية التمويل.

ولقد حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المشروع وتطوره وتفاوت درجة فعالية طرق التمويل وأساليبه إلا أنهم يجمعون على أن التمويل يعني " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص" وبعبارة أخرى " عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي".

غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال واستخدامها للتشغيل أو تطوير المشروع يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية وهي نظرة تركز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة ولذلك فإنه لا بد لكي يكون هذا التعريف متماشيا مع النظرة الحديثة لمفهوم التمويل أن يفهم على أنه يتضمن

---

(٢) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: مرجع سابق، ص١٠٠/ التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة: مرجع سابق، ص٣٦.

جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا بما ذلك الاستخدامات البديلة ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن أعمال كثيرة أخرى في المشروع كالإنتاج والتسويق....الخ.

ففي الاقتصاديات المعاصرة يشكل التمويل أحد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة وبالتالي الإنتاج فهو يحدد مسار رأس المال نفسه وبخاصة اللحظة الأساسية في تحويل رأسمال نقدي إلى رأسمال منتج فبدون المال وبدون الوسائل النقدية لا يمكن أن يحدث هذا التحول فالحصول على مستلزمات الإنتاج لا يتحقق إلا عن طريق المبادلة في أسواقا معينة وهذا تأكيد لمقولة "المال قوام الأعمال"، فالحاجة إلى رأس المال من أجل التمويل تنبع من كل القطاعات من المؤسسات العامة أو الخاصة، من العائلات أو الخواص، من الدولة وكذا من الخارج وذلك لتسهيل القيام بجملة من الأنشطة حسب الدور الذي يلعبه كل متعامل اقتصادي من المتعاملين السابقين.

فالمؤسسات تحتاج إلى موارد مالية أولا من أجل الحصول على المعدات والتجهيزات، وثانيا من أجل مواكبة التطور الصناعي و التجاري، وأخيرا من أجل تسديد التزاماتها واستحقاقاتها من أجور ومصاريف وغيرها.

والخواص يقعون في الحاجة للمال بسبب الفرق الموجود بين مستوى مداخليهم ومستوى المصاريف التي يجب أن يقوموا بها، وعليه فالصعوبات المالية لديهم تنبع إما من صعوبات مؤقتة في السيولة أو ضرورة تسديد مصاريف استثنائية، أو الرغبة في اقتناء أو استبدال معدات، الرغبة في الحصول على ملكية أي تحقيق استثمار عقاري، ولتحقيق مثل هذه الرغبات يستلزم توفر الفرد على إمكانيات حقيقية للادخار، بالإضافة إلى إمكانية الحصول على الأموال من المصادر الخارجية والمتمثلة في الإقراض.

٢/ تعريف التمويل

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقدين الأخيرين تطورا ملحوظا مما جعلنا نلاحظ تباينا بين تعاريفه عند الاقتصاديين.

فهناك من يعرف التمويل على أنه "الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط، وهو جزء من الإدارة المالية".

كما يعرف على أنه "أحد مجالات المعرفة وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات".

ويمكن أن نخلص من التعريفين السابقين إلى إن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات.

ويعتبر بعض الكتاب أن التمويل يهتم بالنقدية حيث أن كل عملية تجارية تتطلب استخدام النقدية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة فالتمويل يختص بكل ما يحدث في الشركة.

ويعرف التمويل أيضا بأنه"البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية"

يعتبر التمويل "عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة،وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي"،فهو إذن تدبير الموارد للمؤسسة في أي وقت تكون هناك حاجة إليه،ويمكن أن يكون التمويل قصير، ومتوسط أو طويل الأجل.

ويعرف التمويل بعدة تعريفات هي:

أن التمويل هو عن أو علم أو نظام معالجة القضايا المالية في الدولة أو الشركة و تدبير الأموال والقروض وتنظيم إدارتها[1].

بمعني أنه أحد العلوم والفنون في النظرية الاقتصادية لأنه يرتكز علي وصف وتحليل أساليب التمويل المختلفة وتنظيم استخدامها داخل الشركة.

١ - الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (السودان: المكتبة الوطنية، ٢٠٠٦م)، ص٢٣.

كما ويعني (تدبير الأموال والاهتمام بوجود النقدية في خزاين المنشات)[1]، بمعني توفير مصادر الأموال والحصول علي الأموال لتغطية مخزون النقدية في المؤسسات وضمان الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة للغير ويبدأ ذلك علي تركيز التعريف علي الاحتياطات المالية للمنشأة سواً كانت زراعية أو صناعية أو خدمية أو للإفراد.

كما يعرف بأنه (الحصول علي الأموال ثم إدارتها) [2]. ويعني ذلك البحث في كيفية علي المال واستعماله في أوجه الاستخدام الأمثل له.

وانه يعني كذلك (تزويد المستثمر بالأموال اللازمة للقيام بالاستثمار[3]، بمعني إمداد المستثمرين الذين يوجد لديهم مشروعات أجهزة ولكنها مفتقدة لرأس المال اللازم لقيامها لذلك يتم تمويلها بكل ما تحتاج إليه من مستلزمات.

وكما تم تعريفه بأنه (هو احد مجالات المعرفة ويتكون من مجموعه من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول علي الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات[4].

كما عرف بصور عامة بأنه (عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها أو استخدامه لضمان استمرار عملية إعادة الإنتاج علي مستوي الاقتصاد الوطني ومستوي المنشأة الإنتاجية أو الخدمية[5].

بمعني إعداد المخصصات التي يتم بها مواجهة الإحداث المشكوك في حدوثها والتي تكون عندما يراد استخدامها وإعادة توزيعها علي مستويات الاستخدام داخل المنشآت في كل الأقسام الإدارية فيها وذلك لتجعلها قادرة علي الاستمرار وتحقيق أهدافها التي ترمي إليها.

---

١ - المرجع السابق ذكره، ص٢٣.

٢ - المرجع السابق ذكره، ص٢٤.

٣ - فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص٢٠٦.

٤ - الصديق طلحة محمد رحمة، مرجع سبق ذكره، ص٢٢.

٥ - الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

وكذلك يعرف بأنه (هو تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية واستخداماتها في تكوين القيم المادية والحفاظ علي استمراريتها) [1].

بمعني توفير المال اللازم سواء كان نقداً أو في صورة أصول (ثابتة أو متداولة) يمكن تحويلها إلي سيولة بصورة سريعة واستخدام هذا المال في إعداد المركز المالي للمنشآت واستمرار تغذيته المالية.

وعرف أيضاً بأنه المفهوم الواسع (هو جميع المعاملات والصفقات المالية التي تؤدي إلي تغيرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية) [2]. بمعني كل ما تقوم به المنشأة من التزامات تعاقدية من شأنها تغيير في زيادة الأصول أو النقدية الموجودة في المنشأة وكذلك تغير في الطبقة المالكة لها وتظهر هذه الالتزامات في الميزانية للشركة.

ويري الباحثون أن اشمل تعريف هو تعريف رقم "٥" وذلك للاتي:

١- لأنه أكد أن التمويل علم قائم بذاته وله مفاهيمه وأهدافه وإطاره العلمي ومجال تطبيق يستند عليه.
٢- أن وظيفة التمويل الأساسية هي الحصول علي الأموال للاستخدام الأمثل وذلك باختيار المصدر الأمثل الذي يحقق أهداف المنشأة.
٣- ابرز التعريف أهمية استخدام الأموال الاستخدام الأمثل وذلك في كيفية إدارتها من ناحية الأفراد ومنشأة الأعمال وكافة المؤسسات الخدمية وكذلك توفير المال لهم متى ما تطلب الأمر ذلك.

يري الباحثون إن التمويل هو (الأداة العملية والعلمية التي يتم بواسطتها الحصول علي الأموال اللازمة لإدارة المشروعات سواء كانت صناعية أم صناعية أم خدمية وضمان تسديد التزاماتها والحفاظ علي قيمتها السوقية وضمان إستمراريتها بالقيام بأعمالها الموكلة إليها.

---

١ - الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، مرجع سبق ذكره، ص٢٢.
٢ - الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

أهمية التمويل:

التمويل يعتبر مهم جداً في جميع المؤسسات والمنشات ويرجع ذلك إلي الحاجة الاقتصادية للسلع والخدمات التي يحتاج الناس في حياتهم اليومية حيث يؤدي رأس المال في المجتمعات الحديثة دوراً رئيسياً في إتباع الحاجات وتنوعها.

كما زاد الاهتمام بالتمويل واعتباره علم مستقل بزاته بعد أن ازداد الاهتمام بالتحليل المالي ودراسات التدفقات النقدية والتخطيط المالي وظهور البرمجة الخطية. وامتد من كونه أداة للحصول علي الاحتياجات المالية إلي النظام المالي ككل فأصبحت مكونات التمويل متعددة وكثيرة وشملت التنظيم المالي والتخطيط المالي والسيولة النقدية والاستثمار طويل الأجل – مصادر الحصول علي الأموال والمؤسسات المالية وأسواق المال والأساليب الفنية للحصول علي الأموال فأصبح علماً لاتخاذ القرارات والأساليب كطريق لنجاح المؤسسات ويتمثل في الحصول علي أكبر عائد من الأموال المستخدمة في مختلف الأصول.

ويتمثل التمويل في المهام الآتية:

١- تكييف الوسائل النقدية المتاحة مع العمليات المادية بأنواعها المختلفة الضرورية اجتماعية.

٢- تحقيق أعلي عائد ممكن من خلال الدورة السريعة للمخصصات المالية في عملية تجديد الإنتاج الاجتماعي.

٣- تحقيق مبدأ العقلانية والتوفير عند إنفاق هذه المخصصات في العمليات المادية التي إنجازها علي مستوي المؤسسات

٤- الحصول علي الأموال التي يتم بواسطتها تشغيل أعمال المنشأة وهي استثمار النقدية وحسابات للقبض والبضاعة والآلات والمعدات وذلك لزيادة الاستثمار في احد الأصول وتقليله في أصل أخر أو زيادة أحد الخصوم مثل زيادة الاقتراض.

٥- التمويل يقوم بتحديد نوعية الاستمارة من بين عدة بدائل تتنافس مع بعضها "مثل" اقتراح زيادة مخزون بتفضيله علي بدائل أخري مثل شراء الآلات الجيدة أو زيادة مصروفات الإعلان [١].

٦- تتمثل أهمية التمويل في إعادة توزيع الدخل والأصول بين مصادر الأموال وتحديد أفضل طريقة للحصول علي الأموال من تلك المصادر المتاحة [٢].

٧- تأثر مصدر معين علي تكلفة التمويل من المصادر المختلفة والتغيرات المتوقعة في هذه التكاليف والعلاقات القائمة فيما بينها [٣].

وتوضح أي جانب ذلك أن مصادر الحصول علي الأموال أو الأصول يمكن أن تكون مصادر داخلية "الإرباح المحتجزة " أو خارجية كما ويقوم التمويل بحساب العائد والتكلفة المتوقعة بالنسبة لكل أصل أو استخدام أضافي للأموال. وما هي قيمة الأموال الكلية التي ينبغي علي المؤسسات والشركات استخدامها ومعرفة الطريقة التي تستخدمها هذه الشركات للحصول علي الأموال. وذلك حسب فرص الاستثمار المتاحة والظروف المؤثرة علي مصادر الحصول علي الأموال. وذلك يؤدي إلي تحديد حجم الشركات والطريقة التي تنمي بها والشكل الذي يتم به الاحتفاظ بالنقدية والأصول وتركيب الخصوم بالطريقة التي تناسب هذه الشركات [٤].

وعلي ذلك فإن التمويل يشمل مجموعة من المهام والتي تدل علي مقدار أهميته من الحصول علي الأموال وإدارتها في نواحي متعددة.

ويرجع هذا الاهتمام إلي الحاجة الماسة إلي السلع والخدمة في مجال الاقتصاد والمجتمع وفي شتي المجالات ولان رأس المال المعتمد علي التمويل في المجتمعات الحديثة يؤدي دوراً أساسياً في إشباع هذه الحاجات في شتي المجالات [٥].

---

١ - شوقي حسين عبد الله التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، ١٩٨٠م)، ص٢٥.

٢ - شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص٣٥.

٣ - المرجع السابق ذكره، ص٤٠.

٤ - المرجع السابق ذكره، ص٤٣.

٥ - المرجع السابق ذكره، ص١١.

ثالثاً: أهداف ودوافع التمويل:

أن الهدف الأساسي التي تهدف إليه كل مؤسسة اقتصادية هو تحقيق أكب عائد يقوم بتغطية متطلبات الشركات والمؤسسات وتغطية مستلزماتها والتزاماتها وهنالك أهداف أخري تتمثل في:

١- استخدام الموارد التي تم الحصول عليها الاستخدام الأمثل بشكل يؤدي إلي زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلي الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلي قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها علي الأموال واختيار أفضلها.

٢- تحقيق أقصي ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية.

٣- تحقيق أقصي ربح مقابل تحقيق أقصي ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم.

٤- توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية.

٥- تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع [(١)].

٦- تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة علي إبقاء واستمرارية الشركة مع الرضي الشخصي والعام.

٧- تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف أي التمويل والذي يؤدي استخدمه أي تحقيق إيراد إضافي.

والذي يكون بالشروط التي تتناسب مع احتياجات الشركة المرتقبة وحسب حالة الشركة في الوقت الحاضر وفي المستقبل [(٢)].

٨- تحقيق أقصي قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.

---

١ - فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص ص٢٧ -٢٩.

٢ - شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص٢٥.

٩- تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال إلي الشركة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل وذلك:

بجمع كل المعلومات اللازمة عن طريقة الاستثمار والتمويل المتاحة وتحليل مزود بالمقاييس العلمية التي تساعد في تحقيق الهدف العام والأهداف العامة للشركة بأفضل طريقة ممكنة من استخدام أمثل للأموال [1].

١٠- القدرة علي اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانيات التمويلية المتاحة في المؤسسات الإنتاجية والخدمية.

١١- تحقيق الوالغة المثلي لضمان استمرارية المؤسسات وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها وتحقيق أفضل ربحية اقتصادية ممكنة.

كما تشتمل دوافع التمويل في:

١- في اقتصاديات السوق وذلك لوجود الربحية.

٢- والمنافسة الحادة بين المؤسسات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية لتثبيت موقع الشركات في السوق ومواجهة التحديات والمنافسة وتحقيق أقصي إيراد من الاستثمار.

٣- تحقيق الاعتماد الذاتي في الإدارة والتمويل وتقليص دور الأجهزة المركزية في مجال تخطيط المنشآت.

٤- تطوير النشاط الاقتصادي وفق الأسس المالية والمحاسبية المعتمدة علي حساب التكلفة واستخدام الفوائض المالية.

٥- زيادة مقدرة المنشأة التمويلية التي تدعم إمكانية المنشأة علي زيادة طاقتها الإنتاجية ودعم مركزها المالي بحيث تصبح أكثر قدرة علي إيجاد موقع ثابت لها في سوق المنافسة مع قابليتها للتطور المستمر [2].

---

١ - شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص٣٩.

٢ - الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

أنواع التمويل:

أنواع التمويل هي المصادر التي يتم منها تمويل جميع المشروعات علي المستوي الخاص والعام ويتقدم إلي:

أولاً: التمويل الخاص والذاتي:

ويشتمل علي مساهمة صاحب أو أصحاب المشروع في التمويل في حين يفهم من التمويل الذاتي استخدام جزء من إيرادات المشروع في عملية التمويل وفق قرارات إدارة المشروع.

ومن أهم مصادر التمويل الداخلي ((أموال الملكية)) وهي طويلة الأجل وتعتبر في الشركات عبارة عن الأسهم العادية الممتازة والأرباح المحتجزة.

١/ الأسهم العادية:

وهي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول علي الأموال الدائمة "رأس المال" ويحمل كل منها قيمة أسمية تمثل جزء من رأس المال، أي أن رأس المال يقسم إلي عدد من الأسهم تمنح حاملها حق ملكية الشركة وتحمله المخاطر حسب نسبة مساهمته وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحامل السهم العادي المطالبة بحقوقه في التصفية لا بعد تسوية كافة المطالبات الأخرى كحقوق المقرضين وحقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة كما يحق لحامل السهم العادي الحصول علي الأرباح إذا ما حققت الشركة أرباحاً وفي حالة تحقيق خسائر لا يحق له الحصول علي عائد أو لم يتخذ قرار بتوزيع الأرباح وبحقله حضور الجمعية العمومية والاشتراك في قراراتها والإستراتيجية ولسهم العادي عدة قيم بخلاف القيمة الاسمية ومنها:

أ) **القيمة الدفترية:** وهي قيمة موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت أو حاصل قيمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية.

ب) **القيمة السوقية:** السعر الذي يتم به تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ت) **القيمة التصفوية:** هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتعتبر الأسهم العادية أقل خطورة وأكثر مرونة من المصادر الأخرى وال تحمل عبئاً للشركة ولا ضغوطاً على سيولتها وأنسب المصادر في حالة وجود قيود كما يعاب عليها زيادة قاعدة المالكين للشركة وزيادة توزيع الأرباح وزيادة تكلفة التمويل(١).

٢/ الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية ومن مصادر التمويل طويل الأجل وتقوم بين الأسهم العادية والقروض وهي أيضاً من أموال الملكية أي لا يحدد تاريخ لردها وللأسهم الممتازة الحق في الحصول على الأرباح الموزعة كما ليس لها الحق في التصويت أو التمثيل في مجلس الإدارة كما يوجد سقف محدد للحصول على الأرباح المحددة وتنقسم الأسهم الممتازة حسب حقيبتها للأرباح الموزعة إلي:

الأسهم الممتازة ذات الأرباح الموزعة تراكمياً فتنتقل من السنة إلي السنة التالية وكذلك الأسهم الممتازة غير التراكمية وهي عكس النوع الأول كما هناك الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية والأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

كما يتميز التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بعدة مزايا هي:إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم لا يؤدي إلي إفلاس الشركة كذلك عدم النص على مشاركة الأسهم الممتازة في الأرباح يزيد من صحة السهم العادي كما لا تؤثر الأسهم الممتازة على إدارة الشركة كما يمكن استبدال الأسهم بوسائل تمويل أخرى أقل تكلفة وإصدار الأسهم الممتازة قد يزيد من تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة لها ولكن يعاب على الأسهم الممتازة إذا تركم العوائد قد يؤدي ذلك إلي تعرض الشركة لبعض الصعوبات المالية كما يمكن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم الممتازة أعلى تكلفة من الوسائل الأخرى(٢).

---

١ - عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، (د ن: ٢٠٠٤م)، ص٣١.

٢ - عبد الغفار عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص٣٣.

٣/ الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من أقل أنواع التمويل تكلفة وأقلها خطورة وأن كان ذلك مرهوناً بإتباع الشركة لسياسة حكيمة توازن بين توزيع جزء من الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بالجزء الآخر ليشكل مورداً ذاتياً لتمويل النمو والتطور في الشركة، فكلما ارتفع معدل توزيع الأرباح كلما قل معدل احتجازها وقل بالتالي فرصة الشركة في تمويل استثماراتها من هذا المصدر قليل التكلفة عديم الشروط، فالأرباح المحتجزة مفروضة بحكم القانون لتكوين الاحتياطات للمساعدة على نمو الشركة وزيادة تحسين الوضع الائتماني والقدرة على الاقتراض.

ويتميز التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بأنه لا يحتاج إلي جهد كبير أو مفاوضات في الحصول عليه لأنه متاح لكل المؤسسات الرابحة وليس عليه شروط تؤثر على الأوضاع الاقتصادية للشركات كما لا تؤثر على الإدارة القائمة من حيث التغير في عدد الأصوات[١].

ثانياً: التمويل الخارجي:

١/ القروض:

هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يتم بموجبه حصول المقترض على مبلغ من المال يلتزم برده لمقرض في موعد معين تحددها شروط الاتفاق ويتوقع المقرض استرداد قيمة أسهمهم طالما أن المشروع مستمر في العمل وذلك عند حلول أجل السداد المتفق عليه ويحصل كذلك المقرض على فوائد ثابتة كما لهم الأولوية في الحصول على هذه الفوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباح ولهم أحقية المشاركة في الجمعية العمومية نظرا للخطر الذي يتعرض له أصحاب القروض.

---

١ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م)، ص٤٦٣.

أنواع القروض:

١. **الائتمان التجاري:** هو الائتمان الذي يمنحه البائع للمشتري على شكل بضاعة يقوم المشتري بإعادة بيعها لسداد قيمتها للبائع لاحقاً وعادة ما يكون هذا الائتمان قصير الأجل في شكل حساب جاري، ويتأثر الائتمان التجاري بالمركز المالي للبائع بالمرونة والسهولة في منحه وهو المصدر الوحيد للتمويل في المؤسسات صغيرة الحجم ويتميز بالاستمرارية في تجديده.

٢. **الائتمان المصرفي:** هو القرض الذي تحصل عليه المنشأة من أحد المصارف التجارية بهدف سد احتياجاتها الآنية والطارئة وهي ما قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ومن أمثاله الحساب الجاري المدين والاعتمادات بضمان البضائع.

٣. **الأوراق التجارية:** هي أداء للتمويل قصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجراءاتها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية.

٢/ السندات:

عبارة عن وثائق ذات قيمة اسمية غير قابلة للتجزئة ولكنها قابلة للتداول يكتتب فيها المسئولين وبذلك تصبح اتفاقاً بين الجهة المصدرة له والمكتتب فيها ويقض هذا الاتفاق بأن يقرض المكتتب مبلغ السند إلي الجهة المصدرة لفترة محددة وبسعر حملة الأسهم ولا يحق لهم الاشتراك في الجمعية العمومية أو التصويت.

أنواع السندات:

١. **السند لحامله:** وهو القابل لتداول عن طريق الشراء والبيع حيث يدفع لحامله الفائدة وأصل الدين.د

٢. **السند الاسمي:** تتحقق الحماية للسند من السرقة والتلاعب لأنه مسجل باسم شخص معين ولا يدفع المبلغ والفائدة إلا له.

٣. **السند القابل للتحويل إلي سهم**: وذلك بناءاً على رغبة حامله ووفقاً للشروط يمكن تحويل السند إلي أسهم عادية.
٤. **السند المضمون**: أي المضمون برهن ثابت للأراضي والآلات أو الأوراق المالية.
٥. **السند غير المضمون**: أي غير مضمون بأصل معين ولكن مضمون بالمركز الائتمائي للشركة.
٦. **السند الذي لا يحمل معدلاً للفائدة**: وهو الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية على أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.
٧. **السند ذو سعر الفائدة**: وذلك وفقاً لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.
٨. **سند الدخل**: وهو الذي لا توقع عليه فوائد إلا بعد تحقيق دخل المنشأة المصدرة له، وأيضاً هناك سند Junk bank ذات مخاطرة عالية وسندات الحكومة التي تصدرها الدولة وتباع في البورصة[١].

٣/ الاستئجار:

وهو الانتفاع بالأصل دون امتلاكه في مقابل دفع مبلغ للمالك وذلك بصفة دورية تزيد من مخاطرة المالية والتأجير أما مالي أو تشغيلي والتأجير المالي أو الرأس مالي هو عقد غير قابل للإلغاء يلتزم فيه المستأجر بدفع أقساط نقدية لمالك العقار الأصلي تعادل في مجموعها قيمة الأصل مضافاً إليها الفائدة وتنتهي بتمليك الأصل للمستأجر ويلتزم المستأجر بخدمات الصيانة والتأمين والضرائب.

أما التأجير التشغيلي أو تأجير الخدمات فهو الانتفاع من خدمات الأصل دون الانتهاء بتمليك الأصل فيمكن أن تكون مدة التأجير التشغيلي أقل من العمر الإنتاجي

---

١ - عبد الغفار حنفي، ورسمية قياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص٤٩٤.

للأصل المؤجر ويجوز إلغائه أو تحديده للمستأجر الأول أو أي مستأجر آخر لذلك تكون دفعات الإجارة كافية لتغطية تكاليف الأصل كما في التأجير المالي ولكن تكلفة المالي قد تكون أعلى من تكلفة التأجير التشغيلي.

تختلف نظرة المستأجر للإيجار عن نظرة المؤجر فالأول ينظر إليه من حيث التكلفة بمعنى لا ينظر إليه إلا إذا كانت تكلفته أقل من تكلفة شراء الأصل أما المؤجر فينظر إلي دفعات الإيجار من زاوية أنها مناسبة مع استثماره أم ويضع في اعتباره سعر الفائدة وتركيز دفعات السداد في نهاية المدة مع طول فترة الاستئجار وكذلك في حالة إتباع طريقة الاستهلاك تمكن من تحقيق وفر ضريبي أو تخضع المؤجر لضريبة أكبر[1].

فهذه جميعها تعتبر مصادر للتمويل ويتم اختيار المصدر الأمثل للتمويل بعد دراسة وافية من قبل الإدارة لاختيار البديل الذي يتناسب مع إستراتيجيات وسياسة الإدارة والذي يحقق لها أهدافها بأقل تكلفة وأكبر عائد ممكن.

ثانيا: أهمية التمويل:

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات. من هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

- ✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها،
- ✓ يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني،
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من اجل اقتناء أو استبدال المعدات،
- ✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي،
- ✓ يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية و التمويل الدولي،
- ✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند

---

١ - سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م)، ص ص٧٢ -٧٣.

استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة)

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.

ثالثا: طرق و أشكال التمويل:

يمكن النظر إلى طرق وأشكال التمويل من عدة جوانب أهمها:

-المدة التي يستغرقها،

-مصدر الحصول عليه،

-الغرض الذي يستخدم لأجله،

١/ أشكال التمويل من حيث المدة:

وبموجب معيار المدة تنقسم أشكال التمويل إلى:

أ- تمويل قصير الأجل: يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

ب-تمويل متوسط الأجل:يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين،وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

ج-تمويل طويل الأجل:وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

يلاحظ على هذا التقسيم أنه تقسيم كلاسيكي -نظري- وقد بدأ يفق أهميته علميا إذ لم عود حدود فاصلة بين العمليات التي تمارسها المشروع مهما كان نوع نشاطه كما أن انتشار ظاهرة التجديد مواعيد إسحاق الديون قد ألغى الحدود الزمنية التي تفصل بين أنواع سابقة الذكر، إذ من الممكن أن يتحول قصير الأجل إذ كان من المصدر الخارجي (قروض مثلا) بعد تحديد موعد استحقاقه إلى تمويل متوسط الأجل وهي ظاهرة أصبحت شائعة في التعاملات المالية وبالمثل يمكن أن يتحول التمويل متوسط الأجل إلى التمويل طويل الأجل.

٢/ أشكال التمويل من حيث المصدر الحصول عليه:

وينقسم التمويل تبعا لمصادره إلى:

أ-تمويل ذاتي: ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقي تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة،وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية،وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساسا بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج من جهة ورفع أسعار منتجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

ب-تمويل خارجي: ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية(قروض،سندات،أسهم)لمواجهة احتياجاته التمويلية وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة.

ويمكن التمييز هنا بين التمويل الخاص الذي يأتي من مدخرات القطاع الخاص(أفراد أو مؤسسات والذي يكون في شكل أسهم أو سندات)وبين التمويل العام الذي يكون

مصدره موارد الدولة ومؤسساتها(قروض بنكية وسندات خزينة)،وتختلف الأهمية النسبية لكل من هذين النوعين من بلد لآخر حسب طبيعة النظام الاقتصادي السائد في هذا البلد.

٣/ أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله:

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

أ-تمويل الاستغلال:ويتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية الذي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال،وبهذا المعنى ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

ب-تمويل الاستثمار:يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كاقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب على القيام بها زيادة التكوين الرأس مالي للمشروع.

ومن وجهة نظر المخطط الجزائري الاستثمار هو حصيلة ثلاث نشاطات هي:

- اقتناء أو خلق سلعة معمرة بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات إنتاجية كاملة،
- تجديد التجهيز الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.
- نفقات الصيانة والإصلاحات الكبيرة للعتاد المخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة،بمعنى المدة العادية للاستغلال.

مما تقدم يتضح أن هناك خاصتين أساسيتين تميزان تمويل الاستثمار هما:

- إن عائد الأموال المنفقة على الاستثمار يتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبيا بعد حدوث الإنفاق،كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة وإنما يتوزع على فترات(دورات إنتاجية)

- زيادة عنصر عدم التأكد المرتبط بتقديرات إيرادات وتكاليف الاستثمار الناتج عن طول الفترة التي يستغرقها النشاط الاستثماري وما تفتحه من احتمالات تغير المعطيات في نهاية الفترة عن بدايتها.

إن الهدف من التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها هو إمكانية المفاضلة والاختيار من بينها بأفضل الشروط والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المنشأة.

ويشير هيكل التمويل أو الهيكل المالي إلى الجانب الأيسر من الميزانية (الخصوم)والذي يوضح كيفية قيام المنشأة بتمويل استخدامها أو استثمارها المختلفة وهو ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل من ملكية واقتراض ومن الدائم المؤقت ومن قصير الأجل أو الطويل الأجل بعبارة أخرى الهيكل المالي يساوى مجموع الخصوم.

ولا يمكن التكلم عن الهيكل المالي دون التعرض إلى هيكل الرأس المالي هذا الأخير الذي يمثل جزاءه من الهيكل المالي ويشمل جميع أشكال وأنواع التمويل طويل الأجل(التمويل الدائم) فقط أما التمويل القصير الأجل التي تكون مع الهيكل رأس المال الهيكل المالي فإنها تشمل أساسا على الائتمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل.

إن أحد الأهداف الرئيسية للتعرف على أنواع الأموال واتخاذ القرار هو التحقيق أكبر عائد ممكن لملاك المنشأة ومعرفة مدى تأثير اختيار مزيج التمويلي معين(التمويل بالملكية+الاقتراض)على القيمة السوقية الأسهم في الطويل الأجل وعليه يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المنشأة واتخاذها كي تضمن المنشأة الاستمرارية والنجاح.

وللمفاضلة بين المصادر المختلفة للتمويل سعيا وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال المنشأة إلى الحد الأدنى المناسب لابد من أخذ بعض العوامل التي تعد من أهم العوامل المؤثرة في قرار التمويل بعين الاعتبار والمتمثلة في:

-تكلفة المصادر المختلفة للتمويل: أي تكلفة الجنيه سوداني الواحد من كل المصادر.

-عنصر الملائمة:بمعني أن يكون مصدر التمويل ملائما للمجال الذي ستستخدم فيه الأموال فإذا كان الغرض هو التمويل رأس المال العامل مثلا فليس من الحكمة حينئذ أن تكون تمويله بقرض طويل الأجل وفي هذا السياق يجب الالتزام بالقواعد التالية:

-لابد من التمويل الأصول الثابتة عن طريق المصادر الدائمة.

-ينبغي الاعتماد على المصادر الدائمة لتوفير مبلغ يعادل على الأقل الحد الأدنى لقيمة الأصول المتداولة

- يجب الاقتصار على المصادر المؤقتة لتمويل الحاجات الموسمية أو الحاجات قصيرة الأجل.

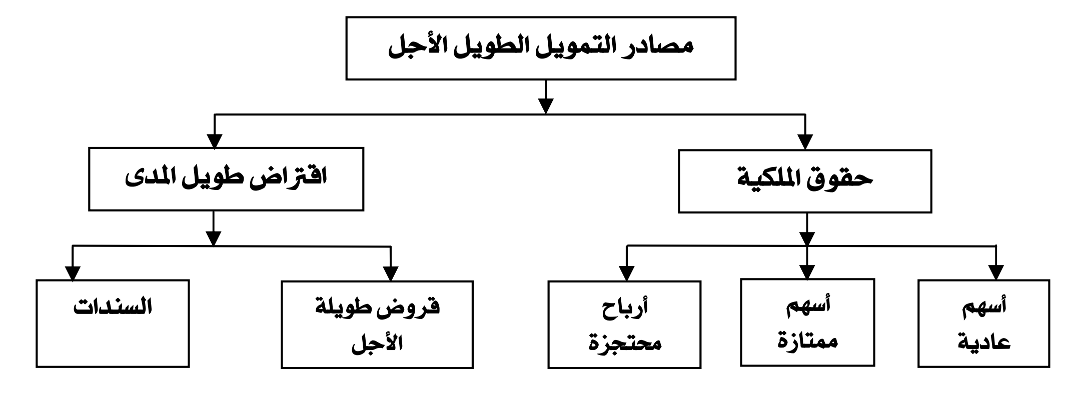
-القروض التي يفرضها المقرض على المنشأة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة أو بسياسات توزيع الأرباح أو بالقيود على مصادر التمويل الأخرى

وعليه فإن أهم العوامل التي تدرس عند اتخاذ القرار التمويلي هي التكلفة المصدر الآجال المصادر المتاحة وعليه على المنشأة التعرف على مصادر التمويل المتاحة وشروط الحصول عليها وكذا تكلفة هذه المصادر وهل يستطيع المشروع الالتزام بها وبآجالها وهل تتناسب مع التدفقات النقدية للمشروع.

وسنحاول إلقاء الضوء على هذه العناصر الثلاثة حيث ستتعرض المصادر وشروطها وأجالها ثم تكلفة كل عنصر مصدر التمويلي.

أولا:مصادر التمويل طويلة الأجل:

وتنقسم إلى قسمين أساسين تبعا لمصادر الحصول عليها كما يوضحه الشكل الموالى:



١/ التمويل عن طريق حقوق الملكية:

وينقسم هذا النوع من التمويل كما هو موضح في الشكل السابق إلى: التمويل بالأسهم الممتازة، التمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأرباح المحتجزة.

١-١/ الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

القيمة الاسمية: هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها الأساسي والتي تظهر بوضوح على قسيمة السهم وقد يكون هناك مبلغ معين يحدده القانون يمثل الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم.

القيمة الدفترية:وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الاهتلاكات المتراكمة، وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه بالكامل ولكن لا تزال له قيمة اقتصادية لأنه مازال منتجاً.

وتساوي القيم الدفترية لشركة إجمالي الموجودات ناقص المطلوبات وتتضمن حقوق المساهمين وحسابات رأس المال، علاوة الإصدار، الاحتياطات والأرباح المحتجزة .أما القيمة الدفترية للسهم العادي فتساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم، وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة" الرأس والمدفوع والعلاوات» أو غير مباشرة وعن طريق احتجاز الأرباح لتمويل استثمارات الشركة لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات.

القيمة السوقية هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق، بالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشركة، من الممكن أن تكون

القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين تحقق الشركة أرباحا عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم.

على أي حال إن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم.

السهم هو سند الملكية لحامله،و يتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية ، وحق الإطلاع على دفاتر المؤسسة، و المشاركة في الأرباح و الخسائر و حق البيع و التداول و تكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال.

وحملة الأسهم العادية يتحملون أكثر المخاطر وبالتالي يطلبون معدل عائد مرتفع لأنهم آخر من يأخذ حصته (بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة).

ومن جهة أخرى بالنسبة للشركة فالفوائد تطرح من الوعاء الضريبي بينما توزيعات الأسهم لا تعفى من الضريبة.

١-١-١/ مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

من مزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية:

- يعطي للمؤسسة مصادرا متنوعة من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية.

- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد ، ولا يحتم المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.

- المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت و تم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها.

- رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يدني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة وهذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بالمزيد من القروض.

١-١-٢/ عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية:

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر:

- ارتفاع التكلفة من أموال الأسهم العادية، فإقبال الأفراد على الأسهم العادية يكون بعد توقعهم الحصول على معدلات أعلى من معدلات فوائد السندات و معدلات أرباح الأسهم الممتازة، و ارتفاع التكلفة يعود إلى عنصر المخاطرة و ارتفاع تكلفة الإصدار و باقي المصاريف المرتبطة بالاكتتاب.

- على عكس السندات و القروض ،فالأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة.

- اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية و تزايد المساهمين وبما يحق لهم من المشاركة في مجلس الإدارة، يحد من حرية استقلالية القرار الإداري خاصة في أمور قد تكون الإدارة هي أدرى من غيرها بها.

إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتتا أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن العيب قد يكون التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية

١-٢/ التمويل من الأسهم الممتازة:السند الممتاز سند ملكية لحامله ، ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا و الحقوق التي يتمتع بها حمل السهم العادي (ما لم يكن هناك نص مخالف لذلك). وللسهم الممتاز أيضا قيمة اسمية ،و قيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷عدد الأسهم الممتازة) ،و قيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (الحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار) و تختلف السهم الممتازة عن الأسهم العادية في:

- لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة سهمه عند التصفية.

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت (إلا في الحالات القصوى).

- عائد السهم الممتاز ثابت و لا يتأثر بالوضع المالي المؤسسة.

- حامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.

- لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها (خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة).

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

١-٢-١/ أنواع الأسهم الممتازة:هناك أنواع عديدة من الأسهم الممتازة كل نوع يختلف في طريقه الدفع والامتيازات .

-الأسهم التراكمية: أي حصة أرباح مستحقه لا يعلن عنها على أنها تراكمية ويجب دفعها مثل الإعلان عن حصة أرباح السهم العادي.

-الأسهم الغير تراكمية:على العكس مما سبق فإن أصحاب الأسهم الممتازة الغير تراكمية يخسرون حصص أرباحهم عن أي فترة لا يعلن أعضاء مجلس الإدارة خلالها عن حصة أرباح.

-أسهم المشاركة: وهنا يتم دفع حصة أرباح إضافية فوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة الأرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.

-الأسهم القابلة للتحويل:يمكن استبدال هذه الأسهم (تحويلها) إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد. ولأسباب معروفه فإن قيمه هذه الأسهم تميل إلى الارتفاع والانخفاض مع سعر الأسهم العادية ويطبق مصطلح "سعر التماثل" على الأسهم العادية التي يتم تسليمها بدلاً من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل. وسعر التماثل هو السعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي مساوياً في القيمة للسهم الممتاز. وعندما مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف سعر السهم الممتاز. وبصوره عامة فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي سعر السوق للسهم الممتاز مقسوماً على سعر تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.

-**السهم الممتاز القابل للمناداة:** وهي أسهم تحتفظ الشركة لنفسها بالحق في استعادتها، نقصد بذلك شرائها مرة أخرى بسعر ما " سعر الإصدار ". وهذه الخصائص يمكن أن تكون مختلطة. فمثلاً فإن شخص ما قد يكون لديه أسهم ممتازة قابله للتحويل وتراكمية وأسهم مشاركه. فإذا أصدرت شركة ما فئات عديدة من الأسهم الممتازة فأنه سيطلق عليها اسم أسهم الفئة الممتازة " أ " والفئة " ب " ويكون لأسهم الفئة " أ " الأولية في حصص الأرباح وعند التصفية

١-٢-٢/ مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة:

- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة، و لا حق الاشتراك في التسيير الإداري ، إلا في الحالات منصوص عليها في عقد إصدار هذا الأسهم.

- ليس للسهم الممتازة تاريخ تسديد ،إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار ،وهذا يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية.

- زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.

- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات و القروض في حالات العسر المالي ،إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحدد من الربح ، وان توقفها عن الدفع لا يؤدي إلى الإفلاس.

١-٢-٣/ عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بالاستعانة بإصدار الأسهم الممتازة.

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.

- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجرى فيها التوزيع و ذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

١-٣/ التمويل بالأرباح المحتجزة:

وتمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل المنشأة وتمثل الأرباح المحتجزة "ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به داخل المنشأة بغرض استثماره وتعتبر من أهم المصادر تمويل عمليات النمو و التوسع كما تستخدم في حالة المنشآت التي تواجه ظروف اقتصادية متقبلة وفي ظل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة

وإذا نجحت المنشأة وحققت أرباحا تقوم عادة بتوزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الأخر ليكون مصدرا لتمويل نمو المنشأة وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى سنوات أهم من رأس المال المقدم من طرف المساهمين.

١-٣-١/ مزايا احتجاز الأرباح:

إن الاحتفاظ بجزء من أرباح المنشأة يحقق مزايا عديدة منها:

-توفر لإدارة الحرية في استعمال الأموال لمواجهة حاجاتها المالية وتجنبها البحث عن أموال خارجية ذات تكلفة عالية.

-تكلفة هذه الأموال تعد أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى كما أنها لا تركيب على شركة أي التزامات تجاه الآخرين كما هو الحال في الحالة إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو الحصول على الأموال عن طريق القروض.

- إن الأرباح المحتجزة تساعد المنشأة على الزيادة ربحية رأس المال الخاص دون أن يترتب عليها في عدد الأسهم وبالتالي الزيادة في العائدات على الأسهم

- إن الأرباح المحتجزة ترفع من القدرة المنشأة في الحصول على القروض جديدة أي إنها تزيد من كمية الوفر الضريبي وبالتالي تخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر .

-دور مخصصات الإهتلاك في التمويل طويل الأجل:إن لمخصصات الإهتلاك وضفتين أساسيين هما:

- ✓ استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمنشأة أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر.
- ✓ إن إعادة الاستثمار مخصصات الاستهلاك يساهم مساهمة فعالية في الزيادة القدرة الإنتاجية للمنشأة.

ومن خلال الوظفتين السابقين نستطيع القول إن مخصصات الإهتلاك تحافظ على رأي المال المنشأة من جهة وتزيد من قدرة المنشأة الإنتاجية من جهة أخري وإذا اعتبرنا مخصصات الإهتلاك كعنصر من عناصر تكلفة السلعة المنتجة فإن هذه المخصصات ترافق عملية بيع السلع وتتدفق يوميا على صندوق المنشأة لتزيد من قدرتها على التمويل الذاتي كما هو أن هذه المخصصات لا تخضع للضريبة وبالتالي يمكننا القول بأنه كلما زادت مخصصات الاستهلاك انخفاض مطروح الضريبة وأدى ذلك إلى تدعيم قدرة المنشأة على التمويل الذاتي.

وعلى رغم من المزايا العديدة التي يحققها استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر لتمويل إلا أن الإدارة المالية لشركة عليها أن تراعي في السياسة توزيع الأرباح تحقيق صالح كل من الشركة وكذا المساهمين،وعليه فالإدارة مطالبة عند رسمها لسياسة توزيع الأرباح الإجابة على سؤالين هامين هما:

أولا:هل توزيع الأرباح على المساهمين (أي التوزيعات النقدية على المساهمين)يعتبر عملا سليما من الناحية القانونية أي هل يتماشى هذا الدفع على ما ينص عليه القانون الخاص بالشركات المساهمة والقانون النظامي للشركة

ثانيا:هل هذا التوزيع يعتبر عملا سليما من الناحية المالية وإذا كان كذلك فما هو مقدار الأرباح المقترح توزيعها

رغم أن السؤالين السابقين يدوران حول الأرباح التي ستوزع على المساهمين إلا أن الإجابة عليهما تحدد في نفس الوقت مقدار الأرباح المحجوزة التي تعتبر المصدر الرئيسي للتمويل الذاتي،بعبارة أخرى ما هي

١-٣-٢/ السياسة المثلى لتوزيع الأرباح:

إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي تعظم ثروة الملاك،وتتحدد هذه السياسة من خلال المقارنة بين الاستثمارات المتاحة للمنشأة وبين الفرص المتاحة للملاك خارج المنشأة لا عادة استثمار الأرباح التي يحصلون عليها في شكل توزيعات من المنشأة،فإذا كان معدل العائد على استثمار هذه الأرباح المحتجزة بواسطة المنشأة يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر لو قام هو نفسه باستثمار ما يحصل عليه من توزيعات،نجد أن المستثمر يفضل قيام المنشأة بحجز هذه الأرباح وإعادة استثمارها بدلا من توزيعها، فمثلا لو استطاعت المنشأة استثمار هذه الأرباح بمعدل ٢٥ ٪في حين أن أحسن عائد يمكن للمستثمر الحصول عليه في حالة الأرباح الموزعة هو١٥٪ فطبعا يفضل حجز هذه الأرباح داخل المنشأة والعكس صحيح.

ويعود القرار في الأساس إلى حالة المنشأة فإذا ما كانت ذات معدل نمو متزايد وأمامها فرص استثمارية مربحة تحقق عوائد أكبر من أي فرص خارجها فهنا يكون الاتجاه نحو عدم إجراء توزيعات،وإذا ما كان معدل النمو ثابت والعائد مساوي لما يمكن الحصول عليه في حالة استثمار التوزيعات خارجها فهنا لا توجد نسبة مثالية للتوزيع،أما إذا كان معدل نموها متناقص أي أن المنشأة لا تتوفر على فرص استثمارية مربحة فهنا الاتجاه يكون نحو التوزيع الكلي للأرباح بنسبة ١٠٠ ٪، فالقيمة السوقية للسهم ترتفع كلما زادت نسبة التوزيعات.

٢/ الاقتراض طويل الأجل:

ويمثل جزءا من التمويل طويل الأجل الذي يكون مصدره من خارج المنشأة وينقسم إلى قسمين أساسيين هما:السندات والقروض طويلة الأجل.

٢-١/ التمويل بالقروض طويلة الأجل:

تتكون القروض محدودة الأجل التي تحصل عليها المنشآت بشكل مباشر من القروض ذات الفترة المحددة التي يكون استحقاقها لأكثر من سنة واحدة ولكن أقل من خمسة عشر سنة،والتي يتم تسديدها على دفعات متساوية ومنتظمة(أي يتم استنفاذها)خلال فترة هذه

القروض أما الإصدار الخاص فيمثل قروضا مباشرة من مصادر خاصة باستحقاقات أكثر من ١٥سنة،ويتكون جزء كبير منها من سندات أذنية طويلة الأجل،والجدير بالذكر إن التمييز بين هذين النوعين من القروض هو تمييز حكمي،إذ أن الإصدار الخاص يختلف عن القروض محدودة الأجل فقط في طول فترة الاستحقاق الذي تم تحديده بشكل حكمي،وبالإضافة إلى ذلك فإن هذا التمييز يصبح أقل وضوحا حينما نعلم بأن عقود بعض القروض من خلال الإصدار الخاص تفرض على المنشآت تسديد جزء كبير من هذه القروض ما بين خمس إلى عشر سنوات من تاريخ منحها،ولهذا فإن القروض من الإصدار الخاص والقروض المحدودة الأجل تمثل تقريبا نفس النوع من التمويل المباشر.

وتتصف كل من القروض محددة الأجل(قرض المدة)و التوظيفات الخاصة بما يلي:

-استهلاك الدين:والذي يعني السداد التدريجي خلال مدة القرض،

-بالنسبة للقروض لآجل الممنوحة من طرف البنوك التجارية فهي ذات تاريخ استحقاق خلال خمس سنوات أو أقل،أما بالنسبة للقروض التي تمنحها شركات التأمين فتتراوح ما بين خمسة وخمسة عشرة عاما،

-الضمان:حيث غالبا ما يتطلب هذا النوع من القروض ضمانا وذلك بتقديم أحد الأصول (كالعقارات أو الآلات) كرهن،

-توجد حوافز إضافية تقدم إلى المستثمرين مثل الحق في شراء أسهم عادية،فغالبا ما يكون هذا الحق مرفقا بالسندات التي تحمل مثل هذا الحق.

لقد جرت العادة حديثا أن تفرض المؤسسات المستثمرة تعويضا(إضافة إلى فائدة الثابتة) على القروض المباشرة التي تمنحها للمنشات وتحصل المؤسسة المقرضة على هذا التعويض الإضافي شكل ضمان اليار بشراء عدد معين من الأسهم العادية المقترضة بسعر محدد مسبقا خلال فترة معينة.

٢-١-١/ الشروط المتعلقة بالقروض واتفاقيات القروض:

وهي متعددة ومختلفة باختلاف مصدر القروض لكنها عموما لا تخرج عن النقاط الأساسية التالية:

-وجود شرط خاص بنسبة التداول حيث تحدد الحد الأدنى لهذه النسبة أي نسبة الأصول المتداولة إلى خصوم المتداولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة=نسبة التداول)

-توجد بعض الاحتياطات أو الشروط الإضافية نتيجة إضافة قروض طويلة الأجل أو اللجوء إلى التأجير مثل ذلك:رهن بعض الأصول كضمان أو تحديد نسبة القصوى للمديونية

-قد يكون للدائبين في الحق إبداء الرأي في حالة حدوث تغيرات أساسية في المدراء الرئيسين

-قد تشترط شركات التأمين غلى الحياة إبداء الرأي في أعضاء الإدارة خاصة كبار الإداريين و الاحتفاظ بحق التصويت والرقابة كشرط لمنح القروض

-قد تتضمن الشروط الضرورة تقديم المقترض لقوائم المراكز المالي بصفو منظمة.

رغم الفكرة السيئة السائدة على القروض أو المديونية بصفة عامة بأنها تخلق مشاكل وأعباء كبيرة المنشآت ناتجة على أسعار الفائدة المرتفعة وتراكم الفوائد إلا أن الاقتراض كمصدر لتمويل يتيح عدة مزايا للمنشأة بالرغم أنه لا يخلو من عيوب.

٢-١-٢/ مزايا الاقتراض كمصدر لتمويل:

يتميز التمويل بالاقتراض طويل الأجل ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه وفيما يلي أهم هذه المزايا:

-يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك بسب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه وبسبب تعرض المقترضين أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية و الممتازة.

-أن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة ولا تتغير مستوى الأرباح

-ليس للمقترضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية

-تعتبر تكلفة التقاعد على القروض تكلفة وإصدار السندات منخفضة مقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

٢-١-٣/ عيوب الاقتراض كمصدر لتمويل:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:

-قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس

-يؤدي الاقتراض إلى تعويض المنشأة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر التالية:ففي حالة وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معنية انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر.

-القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجله.

-قد يعطي عقد الاقتراض الحق المقترض في فرض القيود على المنشأة ومن الأمثلة تلك القيود حظر على لحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على أقل تخفيض نسبتها.

-لا تعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المنشآت فالمنشآت الصغيرة وبل بعض المنشآت الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

٢-٢/ التمويل عن طريق السندات:

السند هو مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات ،يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية ،و للسند أرباحا رأسمالية ،كما قد يتحمل خسائر رأسمالية ،وتتحدد القيمة السوقية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله ،و التي تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة و على الظروف الاقتصادية المحيطة و كذلك مستوى الأسعار فائدة في السوق.

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها ، ويحصل حامل السند في العادة مقابل إعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية ،فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (و العكس خصم الاستدعاء) ، وتلجأ

المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أق تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.

٢-٢-١/ أنواع السندات:

يمكن للمؤسسة أن تصدر عدة أنواع من السندات كما يمكن أن تقتصر على نوع واحد فقط. ففي العشرين سنة الأخيرة استحدثت أنواع جديدة من السندات التي لا تحمل كوبونا. و السندات ذات معدل الفائدة المتحرك، و السندات ذات الدخل (الإيراد)،و سندات منخفضة الجودة بإصدار القروض لشراء جزء من الأسهم المتداولة في السوق، و سندات المشاركة ليس لصاحبها الحق في فوائد الدورة و إنما جزء من أرباح المؤسسة. وعلى العموم يمكن أن نصف السندات إلى ما يلي:

من حيث الملكية:هناك سندات اسمية و سندات لحاملها ،فالأولى يسجل اسم صاحبها (حاملها) عليها و تقيد في السجلات المحاسبية و يتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية وعلى عكس الثانية التي يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها.

من حيث درجة الضمان: هناك سندات مضمونة برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة، و سندات غير مضمونة و ضمانها الوحيد هو المركز الائتماني لمؤسسة محل الاستثمار.

من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه:هناك سندات عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار. و سندات تتضمن إيرادا غير ثابت فجزء من الإيراد يمثل فائدة دورية بمعدل ثابت ،وجزء متغير حسب الأرباح التي تحققها المؤسسة(٠١) هذه تتماشى إلى حد كبير مع احتياجات البنوك الإسلامية ،إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحا.

من حيث ما للحامل من الامتيازات: هناك سندات قابلة للتبديل بسندات ، وقد يكون التبديل بطلب من الحامل للسند أو من المصدر ، فتستبدل السندات ذات المعد الثابت للفائدة بالمعدل المتغير.

وهناك سندات قابلة للتحول إلى أسهم، حيث يلجأ حامل السند إلى ذلك إذ احظ إن حملة الأسهم يتحصلون على إيراد أعلى بكثير من إيراد السندات و هناك من السندات ذات العلاوة و هو ما يطلبه حاملها من مصادرها عند استرجاعها مضافا إلى القيمة الاسمية. ومن الندات ما يحمل القسيمة صفر ،فلا يتحصل حاملها بموجب العقد على دفع فوائد و لكن في المقابل يحصل على علاوة تعويض عند تاريخ استحقاق السند.

من حيث سعر الفائدة المحدد: هناك سندات تقليدية و التي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة القرض. وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق و حسب الظروف الاقتصادية المحتملة. وهناك سندات بمعدل فائدة متحركة بموجب عقد الإصدار تراجع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق هذه السندات حسب معدل فائدة في السوق المالية،هذه ظهرت في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة ،وما يترتب عنه من انخفاض للقيمة السوقية للندات خاصة السندات طويلة اجل فليلحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة.

حسب طبيعة التسديد: هناك من السندات ما يتضمن عقد الإصدار كيفية تسديدها عند ميعاد استحقاقها.وأخرى يحق للمؤسسة تسديدها قبل موعد الاستحقاق لغرض التقليل من الديون على المؤسسة.وثالثة يمكن للمؤسسة تسديد التسديد إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق.

حسب الجهة(الهيأة) المصدرة:هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومات لغرض تمويل مؤسسات ذات مصحة عامة.و السندات الخاصة التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد تمويل.

٢-٢-٢/ عوامل اللجوء إلى إصدار السندات:

تعد السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة على الحصول ما يلزمها من الأموال الدائمة ولكننا نعلم أن الشركة يمكنها الحصول على تلك الأموال أيضا عن طريق إصدار الأسهم بنوعيها وبالتالي ما هي أسباب التي تدفع شركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلا من الأسهم.

وتوجد في الحقيقة عوامل متعددة تدعو الشركات المساهمة إلى إصدار السندات ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

-المتاجرة بالملكية: يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها فإذ افترضنا أن الشركة تحقق ١٥/ عائد على أصولها فلو إصدار السندات تحمل فائدة ٠٤/ فإن الفرق بين المعدلين يؤدى إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على الأملاك الشركة

-التكلفة: عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم فالمستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة بالسندات فمثلا حملة السندات يرغبون في استثمار أموالهم إذا كان سعر الفائدة ٠٥/ بينما حملة الأسهم يتوقعون على الأقل ١٠/ ربح قبل إقدامهم على شراء أسهم جديدة.

الميزة الضريبة: ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبة نظرا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيها توزيعا للأرباح وليست من النفقات.

-استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة: إن إصدار السندات يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من أموال اللازمة من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت أو الاشتراك في إدارة الشركة ومن ثمة إعراب ملاك الشركة المساهمة أو بأخرى عن عدم رغبتهم في الأسهم الجديدة يكون التمويل عن طريق إصدار السندات أفضل لحماية مصلحتهم

-زيادة موارد التمويل المتاحة لشركة:يعتبرً إصدار السندات وسيلة للوصول لإلى طبقات معنية من المستشرين التي لا توفقها الأسهم وبالتالي إصدار السندات يمكن من الشركات من الحصول إلى هذا النوع من المستثمرين الذين لا يمكنهم وصول إليهم إذ أصدرت اسمها.

ولكن رغم من أن السندات تعتبر الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية وقد نكون سببا في زيادة الأرباح وعاملا من عوامل الاستقرار والنجاح لبعض الشركات إلا أنها قد

تكون السبب الرئيسي في الفشل وانهيار بعض الشركات الأخرى وبالتالي يجب عليها الاهتمام بأهم العوامل التي تحد من استعمال السندات وكالتالي:

-يفضل استخدام هذا النوع من الاقتراض في الحالات التي تتصف بها إيرادات الشركة بالثابت النسبي و الاستقرار فثبات إيرادات من سنة إلى أخرى يعمى مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات أما الشركات التي يتقلب إيرادها من سنة إلى أخرى فقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات مما تؤدي إلى إشهار إفلاسها

-الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة وهذا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى يصل إلى الحد الذي يصبح خطرا على الشركة.

-قد تنص القوانين المنظمة للشركات المساهمة على نسبة معنية من السندات لا يمكن للشركة تجاوزها

-وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بكل أشكالها أو إصدار السندات قد تجد الشركة نفسها عاجزة إصداريه السندات جديدة بسب اتفاقية خاصة بعقد قرض مع أحد البنوك أو عقد إصدار سندات القديمة ينص على عدم السماح بالإصدار سندات جديدة.

٢-٢-٣/ مزايا التمويل عن طريق السندات:

من المزايا التي تتحصل المؤسسة بلجوئها إلى إصدار سندات نذكر ما يلي:

- سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات.
- قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.
- في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، فذلك يعطي مرونة أكبر عمل المسيرين.
- تمثل تكلفة السندات عبئا ،فتخصم مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة ،مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.
- السندات محددة المدة و القيمة و الفائدة ،فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لاهتلاكها وعليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.

٢-٢-٤/ عيوب التمويل عن طريق السندات:

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار سندات نذكر:

- تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما تزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية.
- إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية ،فان دفع المؤسسة لمستحقاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية.
- التشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) و إجمالي الديون و بالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين.

ثانيا: التمويل المتوسط الأجل:وهو التمويل الذي يتم سداده في فترة تزيد عن سنة ولكن تقل عن عشرة سنوات وينقسم هذا النوع من التمويل إلى قسمين:

١/ التمويل بالقروض متوسط الأجل:

عادة يتم تسديد هذه القروض بصورة منظمة على مدار عدة سنوات تمثل عمر القرض ويطلق على إسقاط السداد في هذه الحالة مدفوعات الإهتلاك وبالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع الضمانات الأخرى ولاشك أن هناك الاستثناءات لهذه القواعد في بعض الأحيان.وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض وإن كانت القروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة أو خمس سنوات فقط في حين قروض شركات التأمين تتراوح بين خمس سنوات أو عشرة سنوات وهذا معناه أن الجزء من القروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل وعلى كل فكثيرا ما يتعاون أحد البنوك مع شركة التأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أي منها منفردا لحدي الشركات أن يتم السداد للبنك أو ثم بعد ذلك لشركة التأمين وتطلب هذه الهيئات المقرضة إضافة إلى ضمان القرض بأصل معين بعض الضمانات الإضافية يضمنها عقد القرض لضمان أموالها نظرا لطول مدى القرض ومن هذه الشروط أو الضمانات الإضافية نجد مثلا:

-تحديد حد أدنى معين لنسبة التداول
-تحديد حد أقصى للقروض الطويلة الأجل التي يمكن للمنشأة المقترضة أن تحصل عليها من خلال فترة القرض المتوسط الأجل.
-وأحيانا يطلب المقترض أن يكون له حق الموافقة على أي تغير يحدث في إدارة المنشأة المقترضة خلال فترة القرض المتوسط الأجل
-أخيرا عادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية للمنشأة المقترضة على فترات دورية
-ويتم اللجوء إلى هذا النوع من الاقتراض نتيجة المزايا التي يتحل بها والتي نجدها من بينها:
السرعة:نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة عن طريق المقرض والمقترض فأن الإجراءات الرسمية تكون محددة للغاية وبالتالي تحصل المنشأة على احتياجاتها المالية بسرعة
المرونة:في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة بالاتفاق المباشر مع المقرض تغير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في الأنواع المصادر التمويل طويلة الأجل.

٢/ التمويل التأجيري:

ظهر التمويل التأجيري في عهد السومريين منذ ٢٠٠٠ سنة قبل الميلاد، كانت تؤجر الحقول والمعدات الزراعية وفي عهد الرومان كانت تؤجر السفن لغرض التجارة.
وفي القرون الوسطى في عهد الإقطاع حيث كانت الأراضي الزراعية تؤجر لتسهيل استخداماتها دون اللجوء إلى شرائها أما في القرن الماضي عرفت بريطانيا ظهور شركة تأجير عربات السكك الحديدية في سنة ١٨٥٥.
الاتساع الحقيقي بدأ مع الحرب العالمية الثانية حيث كانت تؤجر الولايات المتحدة الأمريكية المعدات العسكرية لكل من بريطانيا وروسيا وتم إنشاء أول شركة في العصر الحديث سنة ١٩٥٢ في الولايات المتحدة الأمريكية تزود عملائها بالتسهيلات الكبيرة

للحصول على أنواع متعددة من السلع (الطائرات، الكمبيوتر، الأثاث المنزلي،...) وعرفت هذه الطريقة من التمويل رواجا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا واليابان.

و يعتبر التمويل التأجيري أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية و السندات و ما يتبعه من أثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية. ويعرف التمويل التأجيري" بأنه التزام تعاقدي بتأجير أجهزة و أدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة".إن ظهور هذا النوع من التمويل استطاع إن يعوض عجز طرق التمويل الداخلي و الخارجي. و بما يتميز به التمويل التأجيري من ايجابيات أصبح ينافس الطرق التقليدية في التمويل كالقروض المتوسطة و الطويلة الأجل. و مما ساعد على اتساع هذا النوع من التمويل هو المزايا التي يستفيد منها كل من المؤجر و المستأجر من مزايا ضريبية و غيرها ،و هو شكل من أشكال التغلب على محدودية مصادر التمويل ،ويعتبر ضروريا في الدول التي تعاني الندرة في الأموال. ومن أسباب ظهور هذا النوع من التمويل نذكر:

- الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي لوسائل الإنتاج ،وضرورة التجديد المستمر.
- ارتفاع أسعار شراء التجهيزات و المعدات المتطورة.
- ارتفاع أسعار الفائدة على الديون طويلة الأجل و ما يرافقها من شروط صعبة تعجز بعض المؤسسات على استفاءها.

٢-١/ أنواع الاستئجار:

ويتخذ التمويل بالاستئجار أشكالا عديدة منها:

البيع ثم الاستئجار

التأجير الخدمة (الاستئجار التشغيلي)

التأجير التمويلي

البيع ثم الاستئجار: في هذا النوع من الاستئجار تقوم المنشأة تمتلك أحد عناصر الموجدات الثابتة (أراضي ومعدات مباني) بيعها إلى منشأة أخرى وتقوم بنفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة بشروط خاصة ويلاحظ في هذا النوع(المستأجر) يتلقى فورا قيمة الأصل الاقتصادية من المشتري (المؤجر) وفي نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل ويحرر بين البائع و المشتري ويتم إعداد جدول السداد(السداد الإيجار) بصورة دفعات السنوية متساوية تكفي لتغطية قيمة الأصل وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استثماره (المبلغ المدفوع في شراء الأصل) ومن أهم المنشآت التي تشارك في هذا النوع من الاستئجار من خلال القيام بشراء الأصول من الشركات الصناعية وإعادة تأجيرها لها شركات التأمين والشركات المالية والبنوك.

التأجير التشغيلي(تمويل الخدمة):تعتبر الحسابات الآلية وآلات تصويرا لمستندات والسيارات الجرارات وما شابه ذلك من أهم المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الاستئجار والذي يتميز بالخصائص التالية:

-يلتزم مالك الأصل بالصيانة وخدمات الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.

-يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول وبالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثمة يتوقع مالك الأصل استرجاع قيمة الاستثمارات الموظفة من خلال تكرار عمليات التأجير إما لنفس المنشأة أو للمنشأة أخرى

-تشمل عقود الاستئجار التشغيلي عادة ما يفيد بإيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها ومن الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر إلى حد كبير حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى المؤجر عند انتهاء الحاجة إليه أو في حالة ظهور معدات أحدث(وخاصة في حالة الأصول والمعدات التكنولوجية التي تطور بشكل سريع كالحواسيب مثلا).

التأجير التمويلي:أن التأجير التمويلي البحث هو الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها(أي الإسقاط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة)وتتضمن خدمات عملية التأجير التمويلي الخطوات التالية:

- تختار الشركة الأصل التي هي بحاجة إلى استخدامه وتتفاوض مع صانع أو موارد هذا الأصل على قيمة شرائه وشروط تسليمه،

- ثم تتصل هذه الشركة ببنك(أو شركة مؤجرة) وتتفق معه بعقد على أن يشتري البنك هذا لأصل من الموارد وأن يؤجره للشركة مباشرة وبهذا الشكل تحصل الشركة على الأصل وتقوم بدفع الإيجار إلى البنك على دفعات متساوية وفي فترات متتالية تساوى في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله بالإضافة إلى العائد معين الاستثمار للبنك كمؤجر كما أنه أن الشركة المستأجرة حق الخيار في تجديد عقد الاستئجار ثانية (بعد انتهاء مدة الاستئجار الأساسية)بإيجار مخفض ولكن لا يحقق للشركة إلغاء العقد الأساسي قبل دفع مجمل التزاماها (أي مجمل قيمة الشراء الأصل بالإضافة إلى عائد للبنك).

كثيرا ما يحدث خلط بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي كوسيلة من وسائل التمويل الأصول الرأس المالية وفيما يلي بيان مقارن بيمها يوضح مدى الاختلاف بينها وهو ما يوضحه الجدول التالي:

عناصر المقارنة	التأجير التمويلي	التأجير التشغيلي
مدة العقد	مدة العقد طويلة تصل إلى ما يقرب من العمر الافتراضي للأصل.	مدة العقد قصيرة لا تتجاوز الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل لأداء عمل معين وعادة ما تجدد سنويا
مسؤولية تقادم الأصل	يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالإهتلاك أو التقادم	يتحمل المؤجر عدم الصلاحية الأصل سواء الإهتلاك أو تقادم
الصيانة والتأمين	يتحمل المستأجر تكاليف صيانة و	المؤجر يتحمل تكاليف الصيانة و

	إصلاح الأصل وكذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التعاقد	إصلاح الأصل وتكاليف التأمين عليه خلال فترة التعاقد ما لم ينص عقد الاتفاق على غير ذلك
العلاقة بين المؤجر والمستأجر	تكون العلاقة بينهم معقدة ومتشابكة ولذلك إلى قانون ينظم هذه العلاقة ويحافظ على كل حقوق طرف فيها وذلك بسب طول فترة التعاقد والأهمية النسبية لقيمة العقد	العلاقة بين المؤجر والمستأجر تتسم بسهولة ولا تشير مشاكل قانونية وذلك لقصر فترة التأجير.
مال الملكية	يكون للمستأجر حرية الاختيارات الثلاثة بدائل في نهاية العقد: -أن يعيد الأصل إلى المؤجر -أن يعيد تأجير الأصل لمدة أخرى -شراء الأصل من المؤجر	لا يجوز للمستأجر ملكية ولا شراء الأصل المستأجر في نهاية مدة العقد بل يرد الأصل محل التأجير إلى المؤجر مرة أخرى
نظام إلغاء التعاقد	لا يجوز إلغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها في العقد من قبل أحد طرفي العقد ولكن لابد من اتفاق الطرفين	يجوز إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد وفي هذه الحالة يلتزم المستأجر بسداد الإيجار عن فترة استغلال الأصل مع تطبيق ما قد يكون متفقا عيه في مثل هذه الحالات.

المصدر: سمير عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع الفنية، بيروت، ٢٠٠٠.

٢-٢/ أسباب اللجوء إلى الاستئجار:

هناك عدة عوامل تدعو إلى الاستئجار كبديل تمويلي من أهمها:

- مقابلة الاحتياجات المؤقتة:حيت تحتاج المنشآت أحيانا إلى معدات وأصول معنية لأجل نشاط عرضي (مثل آلة الحفر سيارة....الخ)فبدل الشراء تؤجرها لأنها لن تحاجها مرة أخرى.

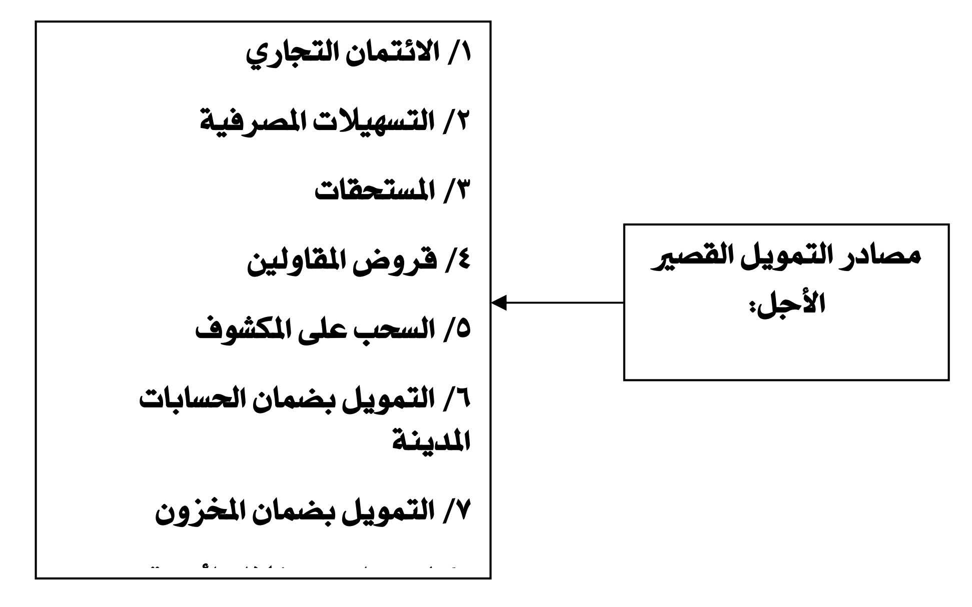
- إمكانية إنهاء الاستئجار: تزداد أهمية هذا الشرط في حالة المعدات التي تتميز بالتطور السريع الحسابات الآلية حيث يتم ونقل مخاطر التقادم من المستأجر إلى مؤجر

- المزايا الضريبة:يحقق كل من المستأجر والمؤجر مزايا الضريبة كنتيجة لعملية الاستئجار حيث أن أقساط الإيجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على القروض من التكاليف التي تخصم من الإيراد قبل السداد الضريبة

- الاحتفاظ برأس المال:يمكن لاستئجار من احتفاظ المنشأة بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليها دون الحاجة إلى شرائه.

ثالثا: التمويل القصير الأجل:

مصادر التمويل قصيرة الأجل عديدة ويمكن تلخيصها كما يلي:



١/ الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري على الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها وحسب هذا التعريف نستبعد من الائتمان التجاري كل من:

الائتمان التجاري الطويل و المتوسط الأمد الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة للمنشآت المشترية

-الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة للمستهلكين والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دورا عظيم الأهمية في تمويل كثير من المشروعات وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة وبعبارة أخرى يمكن الائتمان التجاري الشركة من شراء وتدبير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والآلات والمعدات...الخ من الشركة الأخرى على أن يتم سداد القيمة الشراء في الفترة لاحقة وتظهر قيمة هذه المشتريات وتعامل في دفاتر الشركة المشترية محاسبيا كحساب الدائنين (الموردين)ويجب ملاحظة إمكانية تقسيم الائتمان التجاري المقدم من طرف الموردين إلى قسمين هما:

- **الائتمان التجاري مجاني**:إذ ما استفدت الشركة المشترية من خصم الدفع النقدي وسندت قيمة مشترياتها منقوصا منها ذلك الخصم في نهاية فترة السماح (شهر مثلا) فتكون بذلك قد حصلت على الائتمان التجاري بدون تكلفة

- **الائتمان التجاري بتكلفة**:إذ لم تقوم الشركة المشترية بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة السماح ويجب على الإدارة المالية بهذه الشركة تقدير هذه التكلفة الضمنية والمتمثلة في تكلفة الفرضية البديلة.

ورغم أن المنشآت الصناعية قد لا تعتمد اعتماد كبيرا على هذا النوع من الائتمان المقارنة مع منشآت تجارة الجملة والتجزئة إلا أن منح الائتمان التجاري في جميع المراحل من المنتج المستهلك يعتبر أحد المظاهر الهمة للنظام التجاري لحديث وبينما يعتمد على القروض المصرفية بأنواعها المختلفة لتمويل هذه العمليات إلا أن الائتمان التجاري دورا كبير الأهمية وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة الحجم ويعود ذلك لعدة أسباب منها عامل التكلفة عدم وجود بديل أخر لتمويل (المصدر الوحيد المتاح)سهولة الحصول عليها (شروطه ليست كشروط القروض)مرونته.

٢/ **التسهيلات الائتمانية المصرفية:**

التسهيلات الائتمانية هي اتفاقيات مصرفية ائتمانية تلتزم البنوك بموجبها بتقديم قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعده ويحدد هذا الحد الأقصى للقروض على ضوء المركز المالي للشركة وقدرتها الاقتراضية واحتياجاتها التمويلية و التدفقات النقدية المتوقعة للشركة وظروف أسواق النقد وفي حالة عدم ملائمة إحدى عوامل السالفة الذكر يمكن للبنك رفض تقديم القروض المطلوبة للشركة.وهناك نوعان من التسهيلات الائتمانية هما:

-**التسهيلات الائتمانية المحدودة:** وفيما تكون التسهيلات المتفق عليها قابلة للتجديد لسنة إضافية بموافقة الطرفين بشرط سداد ما يتم استخدامه من القرض أن وضع هذا الشرط يضع الشركة في موقف حتمي لاستخدام القرض في التمويل احتياجاتها قصيرة لأجل وعدم اعتباره مصدر تمويل الطويل الأجل.

-**التسهيلات الائتمانية المتجددة:**وفيما يلتزم البنك بتقديم قروض قصيرة الأجل على حدها الأقصى ويختلف هذا النوع من التسهيلات عن سابقه في أنه يمثل اتفاقا قانونيا ملزما للبنك بتقديم القرض المتفق عليه في أي وقت تطلب الشركة ذلك بينما النوع الأول غير ملزم خاصة إذا تغيرت ظروف هذا الاتفاق ومقابل ذلك يتوجب على الشركة دفع رسم الارتباط على الجزء الغير محسوب من الحد الأقصى للقرض ويتراوح هذا الرسم مابين ٢٥/ -٥٠/ ويعتبر تعويضا للبنك مقابل التزامه بتقديم الموال المتفق عليها.

٣/ **الأوراق التجارية:**

الأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات التأمين صناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة.

في الدول التي تتواجد فيها أسواق نقد متطورة يمكن لبعض الشركات الحصول على تمويل القصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق التجارية – بشكل عام-

بين شهرين وسنة واحدة مع متوسط الاستحقاق قدره ٠٥ اشهر.إن معدلات الفائدة على الأوراق التجارية الجيدة(أي الصادرة عن الشركات ذات القدرات المالية العالية بعبارة أخرى ذات مخاطر ائتمانية صغيرة جدا) تتغير من وقت إلى آخر ولكن تكون بشكل عام نحو ٠,٠٥ ٪ أقل من معدلات الفائدة التفضيلية وبما أن الورقة التجارية لا تطالب بإبقاء أرصدة معوضة فيكون معدل الفائدة الحقيقي عليها أقل من ذلك.

وتتميز الأوراق التجارية بإمكانية التداول على نطاق واسع وتسمح للجهات المصدرة لها بالحصول على أموال كثيرة وبتكلفة أقل من مصادر التمويل الأخرى وتجنب الشركة كل شروط الضمانات والتكاليف التي تفرضها الجهات المقرضة غير أنه يعاب عليها كمصدر تمويلي" احتمال عدم توفر النقدية لدى الشركات المستثمرة شراء الورقة التجارية في الوقت الذي تكون فيه الشركة المصدرة للورقة التجارية بحاجة للتمويل وهذا من شأنه تضييق نطاق تداول هذه الورقة التجارية.

٤/ السحب على المكشوف:

يستخدم السحب على المكشوف لفترة زمنية أطول من تسهيلات الصندوق قد تصل إلى سنة كاملة وهو أكثر نظامية منه، حيث أن ابنك يخصص حسابا مدينا للمؤسسة التي تتعامل ضمن حساباته الجارية، ونظرا لطبيعة مخاطر هذه القروض الغير مغطاة بأرصدة فالبنك يخصص لكل زبون سقفا للسحب لا يتعداه ويتغير هذا السقف حسب طبيعة الزبون وطبيعة الظروف، ولهذا فالمؤسسة التي ترغب في القرض تتقدم بطلب كتابي للبنك تطلب منه لفترة زمنية محددة سحبا على المكشوف مقابل دفع عمولة السحب، ويتوقف احتساب الفائدة بمجرد عودة الرصيد من مدين إلى دائن وتحسب الفائدة على أساس أيام السحب، ولكون هذا القرض يستخدم في تمويل بعض العمليات التجارية الطارئة لذلك نجد أن السقف المحدد نادرا ما يحترم خاصة بالنسبة للمؤسسات الدائمة التعامل مع البنك.

٥/ التمويل بضمان المخزون:

أصبحت القروض المضمونة بالمخزون مصدرا هاما للتمويل قصير الأجل خاصة لتمويل المشاريع المتعلقة بتخزين أو صنع أو نقل بضائع الشركات المقترضة يعني هذا النوع " الحصول على تمويل برهن كل أو جزء من المخزون لصالح المقرض وبذلك يحدد هذا الأخير نسبة الأموال التي يقرضها مقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية وتكلفة هذه الأموال وتختلف هذه النسبة حسب نوعية المخزون وهناك عوامل عديدة تتحكم في تحديدها منها:

- ✓ درجة نمطية المادة.
- ✓ القابلية للتسويق.
- ✓ مدى الاستقرار في أسعارها.

ونتيجة للعامل الأخير: " يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للبضاعة موضع الرهن وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها إذ ما تقرر بيع هذه البضاعة، يتراوح مبلغ القرض ما بين ٥٠٪ - ٩٠٪ من التكلفة أو القيمة السوقية للمخزون أيهما أقل، مع ذلك يأخذ العميل في حسابه أولا المقدرة الاقتراضية للمقترض، فإن لم يستطع سداد هذا القرض في الظروف الطبيعية لا يتوقع له الحصول على قروض أخرى.

وتوجد طريقتين أساسيتين لاستخدام المخزون كضمان للقرض وهما:

- قد يحتفظ المقترض بكمية المخزون.
- أن يوضع المخزون تحت إدارة طرف ثالث (مخازن طرف ثالث).

وتكون تكاليف التمويل بضمان المخزون عالية جدا لذا فإن هذا النوع من التمويل لا يلائم الشركات الصغيرة جدا وتتضمن تكاليف هذا الضمان كل من:

تكلفة إنشاء المخزن أو استأجراه.

تكلفة نقل البضاعة المخزونة من وإلى الشركة.

تكلفة القرض من البنك التي يكون معدلها أعلى من معدل الفائدة التفضيلي الجاري

-وعليه فالعيب الرئيسي في استخدام المخزون يتمثل في التكاليف العالية نسبيا والتي تجعل هذا النوع من التمويل غير الملائم للشركات الصغيرة

٦/ المستحقات:

تشير المصروفات المستحقة إلى الالتزامات الناتجة عن الخدمات التي حصلت عليها الشركة ولكنها لم تقدم بسداد تكليفها وهي نسبة كبيرة من إجمالي مصادر الاقتراض قصيرة الأجل التي تلجأ إليها المنشأت حيث تمثل الأموال التي تهم الحصول من هذا المصدر أموالا مجانية ليس تكلفة ومن أكثر أنواع المصروفات المستحقة شيوعا الأجور والضرائب وللأسباب السابقة فإن من المرغوب فيه أن تقوم المنشأة بهذا المصدر التمويلي كلما استطاعت ذلك لا طول فترة ممكنة على أن لا يكون لذلك أية أثار ضارة غير منظورة (كان تنخفض درجة رضا العاملين لعدم حصولهم على أجورهم).

٧/ قروض المقاولين:توفر البنوك التجارية للمقاولين قروضا لتمويل مراحل (أعمال)محددة من مشروعات الأعمال المتعاقدين عليها،وهي أعمال محددة القيمة والوقت اللازم للتنفيذ ويكون في استطاعة المقاولين تسديد القروض على أقساط من الدفعات التي يستلمونها مقابل كشوفات إنجاز مراحل المشروع.

٨/ التمويل بضمان الحسابات المدنية:وهنا يمكن للشركة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدنية حيث تقوم بتخصيص متحصلاتها من هذه الحسابات لصالح البنك،وفي نفس الوقت تظل هذه الشركة ملتزمة تجاه البنك بتسديد أية حسابات مدينة تتخلف عن الدفع،ومن المعلوم أن البنك لا يقرض إلا بنسبة (٨٠مثلا)من قيمة الحسابات المدنية المرهونة،وهناك بديل آخر لهذا النوع من التمويل وهو قيام الشركة ببيع فاتورة هذا الحساب المدين للبنك المقرض ويسمي هذا البديل بيع الفواتير،حيث يتم البيع بخصم من قيمتها الاسمية عوضا من رهنها لأمره،بذلك تصبح الملكية القانونية لهذه الحسابات عائدا للمصرف وليس للشركة ولكن يلاحظ أن تكاليف التمويل في ظل البديل الأخير قد تكون مرتفعة لما تتضمنه من خطر الحسابات المدينة بالإضافة إلى مقابل معدل الفائدة المحسوب.

الفصل الثاني

طبيعة القرارات التمويلية

(أنواع القرارات المالية)

١- قرارات الاستثمار:

تعتبر هذه القرارات من أهم قرارات الإدرارة المالية و الغالب في هذه القرارات أن الإدارة المالية تسعى لاستخدام أموالها الاستثمارية إما في خلق أصول المالية مثل النقد والاستثمارات قصيرة الأجل أو في خلق استثمارات عينية مثل المخزون السلعي، الآلات، المعدات.

و هذا يعني أن قرارات الاستثمار سوف تنحصر في اختيار نوع الموجدات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة المنشأت لتحقيق عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار.

و يمكن تصنيف قرارات الاستثمار على النحو التالي:

أ- قرارات استثمارية قصيرة الأجل :

تدور هذة المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة التي تشكل جزءً مهما من حركة الاستثمار الداخلي في منشأت الأعمال مثل النقد و الاستثمارات المؤقتة و الذمم المدينة و المخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المنشأة على تحقيق و تعظيم عوائدها و في تحديد و ضمان السيولة المطلوبة فالقرارالمالي السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الاقتصادي الأمثل لحجم الاستثمارات في الموجودات المتداولة .

ب- القرارات الاتستثمارية طويلة الآجل :

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالانفاق الاستثماري طويل الآجل و المتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة و المعروف عن هذا النوع من القرارات المالية أنه أصعب القرارات المالية لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يحتويها و يضمن عوائد

سنوية لفترات طويلة في المستقبل إضافة إلى أن هذا النـوع مـن الاسـتثمار يرسـم حـدود العملية الإنتاجية في منشأت الأعمال.

ج- القرارات الاستثمارية الاستراتيجية:

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالتخطيط الاستراتيجي للمنشأة و المتمثل في الاتسـاع و النمو و الثبات في سيطرتها على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية.

٢- قرارات التمويل:

و تدور هذه المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول علـى الأمـوال اللازمـة لتمويـل الاستثمارات و حول تحديد المزيج الأمثـل مـن مصـادر تمويـل الاسـتثمارات أي تحديـد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة أي أن هذه القرارات تهتم بالمصادر التمويلية المناسبة و مبالغها و كيفية الحصول عليها.

٣- قرارات توزيع الأرباح:

وهي القرارات المالية المتعلقة بتوزيع الأرباح و تتضمن هذه المجموعة كافة القرارات الـتي تهتم بتحديد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين وزمـن توزيـع هـذه الأرباح و هذا يعني تحديد نسبة التوزيع و تقدير العوائـد الواجـب الاحتفـاظ بهـا داخـل المنشأة بشكل أرباح احتياطية و الذي يعتبر مصدرا مهما من مصادر التمويـل الـذاتي. و إن هذه القرارات هي من القرارات الماليـة المهمـة نظـراً للرغبـات المتعارضـة فيمـا بـين المستثمرين الذين يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية السريعة من خلال توزيع نسبة أكبر من الأرباح و بين رغبة الإدارة بزيادة الجزء المحتجـز و بكميـات أكـبر مـن الأربـاح الموزعـة لأغراض عملية التوسع الاستثماري داخل المنشأة.

٤- قرارات التحليل و التخطيط:

تدخل عملية التحليل و التخطيط كوظيفة رئيسية للإدارة المالية في منهج اتخـاذ القـرارات حيـث يـوفر التحليـل و التخطـيط الحـدود المشـتركة في قـرارات الاسـتثمار و قـرارات التمويل. فالتحليل هو عملية ضبط و تنظـيم الأداء الحـالي لمنشـأة الأعمـال و بواسـطته تستطيع الإدارة المالية أن تكشـف و تُقـوِم المشـاكل الماليـة الرئيسـية داخـل المنشـأة. أي

استخدام نتائج التحليل لعمليات اتخاذ القرارات أما التخطيط فيشير إلى قدرة الإدارة المالية في تقييم الفرصالرئيسية التي تقابلها بالإضافة إلى قدرتها في مواجهة التهديدات التي تتعرض لها منشاة الأعمال و باختصار فالتخطيط هو عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالمستقبل و مواجهة الظروف غير المؤكدة التي تواجه نشاط منشأة الأعمال (مراحل عملية إتخاذ القرار المالي) تشتمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل و إتخاذ القرار المناسب .

أولاً: تشخيص و اكتشاف المشكلة:

أو ما يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الإدارة المالية يتم الإستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال اجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية و كذلك التكاليف و الأرباح و الأصول و الخصوم للكشف عن التغيرات و شكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال و تغيرات القيمة و قد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية عن المشروعات التي تنمي للصناعة ككل و التي يعتبر المشروع جزءً منها و إلى بعض القطاعات الاقتصادية ذات العلاقة بتمويل الشركة و إلى مصادر التمويل المختلفة.

ثانيا: البحث عن البدائل:

ان البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة و تحقيق الأهداف المطلوبة و اتخاذ القرار المالي المناسب و يجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها.

و تتطلب عملية تحديد البدائل:

١- القدرة على الابتكار لإيجاد الحلول المناسبة

٢- الاعتماد على التجارب و السجلات السابقة و معلومات و خبرات الآخرين حتى يمكن الإلمام بجميع المعلومات و النواحي المتعلقة بالمشكلة و بالتالي بكل الحلول الممكنة.

فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكـون البـدائل في التمويـل الـداخلي أو الاقتراض أو طرح أسهم المشروع.

أما إذا كان قراراً استثمارياً فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل النقد و الذمم المالية المدينة و المخزون السلعي أو الاعتماد علـى الاستثمار طويل الأجل و المتمثل الاستثمار بـالموجودات الثابتـة و هـو أصـعب البـدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ و طول الفترة الزمنيـة للمشـروع. و قـد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي

ثالثاً: مقارنة البدائل و تقييمها:

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابيـة و السـلبية لكـل بـديل و وضـع معـايير محددة تقوم على أساس نتائج كل بديل و استبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنـى من المعايير الموضوعة التي لا تحقق مستوى الرضا. و يقصد بمستوى الرضـا مـدى تحقيـق البدائل للشروط المطلوبة في اتخاذ القرار.

و من المعايير التي يمكن استخدامها في في المقارنة بين البـدائل المعـايير الماليـة و التكلفـة و الفنية و الإدارية و الـتي تتعلـق بالربحيـة و التكـاليف و معـدلات الفائـدة و دوران رأس المال......

رابعاً: اختيار البديل المناسب (القرار):

و في هذه المرحلة يترجم المديرون جهودهم السـابقة إلى اختيـار أفضـل البـدائل و الـذي ينتج أكبر قدر من الفوائد و المزايا المحتملة و يقلص السلبيات و العيوب إلى أقل ما يمكـن و يجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار احد البدائل على ما يلي:

١- تحقيق الأهداف الجوهرية الصادر من أجلها

٢- توفير الوقت و الجهد و التكلفة بالمقارنة مع الخيارات الآخرى

٣- الملاءمة و الإمكانات المتاحة

٤- تقليل الأثار السلبية عند التطبيق

٥- الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مستقبلاً

خامساً: تطبيق القرار:

يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل و لكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك لأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين و متابعة التنفيذ للتأكد من سلامة التنفيذ و صحة القرار.

سادساً: متابعة التطبيق و الرقابة و تقييم القرار:

تهتم الخطوة الاخيرة في اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق و تقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار و دوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعيا إلى الدقة و السرعة في معالجة الانحرافات السلبية و التعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم و يصعب مواجهتها

(العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار المالي)

١-تأثير البيئة الخارجية:

بما أن المنظمة تمثل خلية من خلايا المجتمع فان قراراتها ت}ثر على هذا المجتمع سواء بصورة مباشرة او غير مباشرة. ومن العوامل البيئية الخارجية التي ت}ثر في اتخاذ القرار المالي هي الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة في المجتمع والمنافسة الموجودة في السوق وتكتلات النقابات والمستهلكين والتشريعات والقواعد الحكومية والتغيرات والتطورات التقنية والرأي العام والسياسة العامة للدولة.

٢-تأثير البيئة الداخلية:

يتأثر القرار المالي بالعوامل البيئية الداخلية في المنظمة من حيث حجم المنظمة والموارد المالية المتاحة وكذلك الهيكل التنظيمي وطرق الاتصال والتنظيم الرسمي وغير الرسمي وطبيعة العلاقات السائدة وتوافر مستلزمات التنفيذ المادية والمعنوية والفنية.

٣-تأثير متخذ القرار:

تتصل عملية اتخاذ القرار المالي بشكل وثيق بالصفات النفسية للفرد أو الأفراد المشاركين في عملية اتخاذ القرار ويمكن تصنيف سلوك متخذي القرارات فيما يتعلق باتخاذ القرار بإحدى الصفات التالية(المجازفة، الحذر التسرع ، التهور)ويقع متخذ القرار تحت تأثير

هذه العوامل مما يؤدي إلى أراء وانطباعات خاصة وظاهر سلوكية معينة. كذلك فان مستوى ذكاء متخذ القرار وما اكتسبه من خبرات ومهارات وما يملك من ميول وانفعالات تؤثر تأثيرا مباشرا في عملية اتخاذ القرار.

٤- تأثير أهمية القرار:

إن اتخاذ القرار المالي لتحقيق أهداف محددة أو لإيجاد حلول للمشاكل القائمة يتطلب من المدير المالي إدراك المشكلة من جميع أبعادها والتعمق في دراستها حتى يستطيع الوصول إلى القرار الذي يمثل الحل الجذري لها ويمنع حدوثها في المستقبل. وكلما ازدادت أهمية المشكلة ازدادت أهمية القرار المناسب لحلها وازدادت ضرورة جمع الحقائق والمعلومات اللازمة لتأمين الفهم الكامل لها والقدرة على رسم الحلول المناسبة وتتعلق أهمية القرار المالي بما يلي:

أ-عدد الأفراد الذين يتأثرون بالقرار ودرجة التأثير

ب-تأثير القرار من حيث التكلفة والعائد حيث تزداد أهمية القرار عندما تكون التكلفة مرتفعة وأيضا عندما يكون العائد مرتفع.

٥- تأثير عنصر الزمن:

يعد توقيت القرار المالي من الأمور الهامة بالنسبة للمدير ومساعديه والأفراد الذين ينفذوه لما له من اثر فعال على المنظمة ككل. وعلى الرغم من عدم وجود معايير تحكم التوقيت المناسب لاتخاذ القرار في مختلف الحالات. إلا أن القرار المتأخر لن يفيد في حل المشكلة إذا كانت ذات صفة مستعجلة كما أن اتخاذ القرار المالي بصورة مبكرة عن الوقت المطلوب يجعل هذا القرار متجمدا حتى يحين موعد تنفيذه.وبالتالي فان اختيار الوقت الملائم يعتمد على قدرة المدير المالي في استقراء الحوادث والتنبؤ بالمستقبل والأخذ بعين الاعتبار المؤثرات الداخلية والخارجية في المنظمة ومدى ارتباط هذا القرار بالقرارات الأخرى داخل المنظمة وخارجها

(التضخم النقدي وأثره على بعض القرارات المالية)

تعريف التضخم:

يعرف التضخم بأنه الارتفاع العام في معدلات الأسعار وببساطة فهو نقود كثير تطارد سلعا وخدمات قليلة.

تأثير التضخم على بعض القرارات المالية:

من وجهة نظر المدير المالي فان للتضخم تأثير كبير على الكثير من القرارات المالية وتؤثر في هذه القرارات في العديد من النواحي ومن هذه النواحي:

١-التمويل بأموال الاقتراض أم بأموال الملكية

٢-تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية

٣-تأثير التضخم على القرارات المتعلقة بالاستيراد والتصدير

أولا: التمويل بأموال الاقتراض أم بأموال الملكية:

يؤثر التضخم على قرارات التمويل من خلال تأثيره على القوة الشرائية للنقود حيث ترتبط بعلاقة عكسية مع هذه القوة.ويمكن تعريف القوة الشرائية بأنها مقدار ما تشتريه وحدة النقود من سلع وخدمات وبناء عليه فان أي زيادة في الأسعار معناها نقص في القوة الشرائية للنقود أي ان القوة الشرائية للنقود تنخفض بمقدار يتناسب مع معدل التضخم.

مثال عن حساب القوة الشرائية:إذا كان معدل التضخم السائد هو ٦٪ فالمطلوب استخراج القوة الشرائية لمبلغ مئة ليرة سورية تقبضها بعد ثلاث سنوات من الآن.أحسب القيمة الشرائية للمائة ليرة بنقود هذه الأيام وفسرها؟

الحل: يتم استخراج القيمة الحالية لمبلغ ستقبضه بعد ثلاث سنوات ولكن باستخدام معدل التضخم بدلا من معدل الفائدة.

القيمة الحالية = م * ١/ (١+ع)

= ١٠٠ *١/ (١+ع)

=٨٣,٩٦٣ ليرة

ومعناها انك تستطيع أن تشتري بمبلغ ٨٣,٩٦٣ ليرة سلعا وخدمات هذه الأيام. وهـذه السلع ستكلفك مائة ليرة بعد ثلاث سنوات بفعل التضخم.

التضخم وأعمال الاستيراد والتصدير:

يؤثر التضخم النسبي في بلد ما (أي عندما يكون معدل التضخم في ذلك البلد أعلـى مـن معدل التضخم في البلدان الأخرى التي يتعامل معها ذلك البلد تجاريـا) علـى الشـركات العاملة في ذلك البلد وخاصة التي لها علاقة بأعمال الاستيراد والتصدير من خلال تـأثيره على:

١- أسعار السلع التي تنتجها تلك الشركات وتصـدرها للخـارج حيـث ترتفـع هذه الأسعار بسبب التضخم فيقل الطلب عليها.

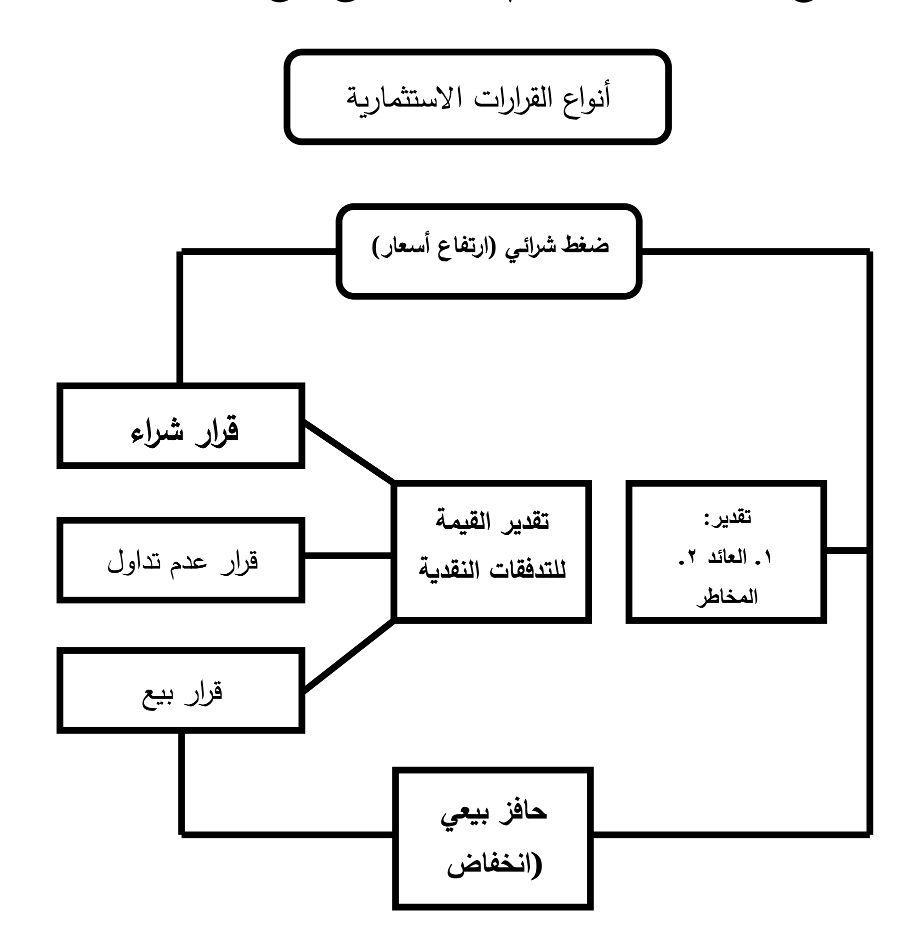
٢-أسعار السلع البديلة والتي يستوردها ذلك البلد من الخارج تصـبح أرخـص مـن السلع التي تنتجها تلك الشـركات وإذا فرضـنا وجـود تجـارة حـرة بـين ذلـك البلـد والبلدان الأخرى فان كمية المستوردات سـتزداد والمنافسـة سـتزداد وبالتـالي سـتقل الأرباح في الشركات العاملة في ذلك البلد وهـذا مـا سـيؤثر مباشـرة علـى قـرارات الربحية في هذه الشركات.

تأثير التضخم على أسعار صرف العملات:

لتوضيح تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية نأخـذ بلـدا معينـا(س) مثلا ونفترض أن هذا البلد ينتج سلعا موجود بديل لها في البلـد (ص) وان التجـارة بين البلدين مزدهرة ولا توجد قيود عليها. ولنفترض الآن أن تضخما كبيرا نوعا مـا حدث في البلد (س)حيث ارتفعت أسعار السلع التي ينتجها فيتجه سكان البلد (س) إلى البلد(ص) ليشتروا منها السلع البديلة والتي أصبحت أرخـص مـن سـلع بلـدهم لأن أسعارها بقيت كما هي فيزداد طلبهم على عملة البلـد (ص) ليـدفعوا ثمـن مـا يشترونه منها ويزداد ما يعرضونه من عملتهم ليحصلوا على مـا يطلبـون مـن عملـة البلد (ص) ومن ناحية أخرى بمـا أن الأسـعار في البلـد (س) ارتفعـت فـان سـكان البلد(ص)يقلعون عن شراء سلع البلد (س)بسبب ارتفاع أسعارها بالنسـبة لأسـعار

سلعهم وبذلك يقل ما يعرضونه من عملتهم لدفع أثمان ما كانوا يستوردونه من البلد (س) فيقل ما يطلبونه من عملة البلد (س).

أما في البلد (س) فان الطلب على عملة البلد (ص) يزداد، وعرض عملة البلد (ص) يقل في نفس الوقت. إذا يرتفع سعر عملة البلد (ص) بالنسبة لعملة البلد (س) أي إن سعر عملة البلد (س) ينخفض بالنسبة لعملة البلد (ص). أي إن التضخم في البلد (س) أدى إلى ارتفاع عملة البلد (ص) مقابل عملة البلد (س) والى انخفاض سعر عملة البلد (س) مقابل عملة البلد (ص).يمكن ملاحظة ثلاث أنواع من القرارات: **شكل رقم (١-٣) يوضح أنواع القرارات الاستثمارية**



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص٣٧.

وفقاً للنموذج أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحداً من ثلاثة قرارات حسب ظروفه وظروف السوق[1]:

١/ قرار الشراء:

يتخذها المستثمر عندما يجد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الأداء الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق.

٢/ قرار عدم التداول:

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها لن تحقق له أية أرباح بالمقياس مع المخاطر التي يمكن أن تتوافق معها.

٣/ قرار البيع:

يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها، أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات ومما كان نوع القرار الاستثماري المتخذ فإنه يجب أن يقوم على المقومات الأساسية التالية[2]:

١. تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار تقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله اتجاه كل من الربحية (Profitability) التي تحدد من خلال معدل العائد على الاستثمار الأموال، السيولة (Liquidity) والأمان (Safety) اللتين تتحددان من خلال المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد.

٢. الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الذي يقوم على المدخل العلمي في اتخاذ القرار الذي – يقوم على خطوات هي[3]:

---

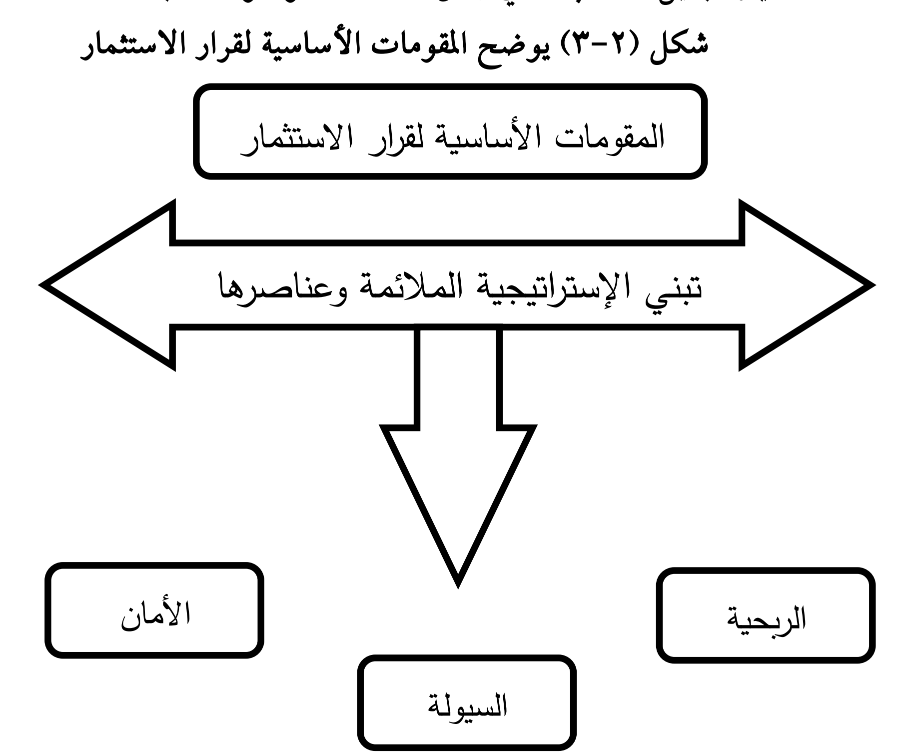
١ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص٣٨.

٢ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص٤٠.

٣ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص٥١.

- تحديد الهدف الاستثماري.
- جمع المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرار المناسب.
- تحديد العوامل الملائمة التي تتحكم في اتخاذ القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة من كل بديل من البدائل الاستثمارية المتاحة.
- اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف الموضوعة مسبقاً.

شكل (٢-٣) يوضح المقومات الأساسية لقرار الاستثمار



المصدر: مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (القاهرة: الشركة العربية للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٤٦.

كما توجد مقومات أخرى لقرارات الاستثمار وتتمثل في الآتي[1]:

١. الموقع الجغرافي.
٢. الاستقرار السياسي والاقتصادي.
٣. البنية الأساسية.

---

١ - شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٧م)، ص١٢٠.

٤. العنصر البشري.

١/ الموقع الجغرافي:

يلعب الموقع الجغرافي دوراً هاماً إذا كان فريد ومتميزاً مثل مساهمته في نقل السلع والاتصالات مما يعزز نجاح المشروعات الاستثمارية.

٢/ الاستقرار السياسي والاقتصادي:

إن الاستقرار السياسي والاقتصادي يكون من خلال توافر الظروف الموضوعية المواتية لتحقيق هذا الاستقرار فعلي المستوى السياسي العمل على توظيف التحرك للتعاون لخدمة أهداف التنمية وفتح آفاق رحبة للتعاون الدولي والإقليمي على أساس المصالح المتبادلة، أما على المستوى الاقتصادي تحقيق الأداء الاقتصادي من خلال توافر عناصر القوة فيه بما يدعم خطط التنمية المتواصلة في مختلف المجالات ويساهم في جذب المزيد من الاستثمارات العالمية.

٣/ البنية الأساسية:

تعد سهولة النقل والمواصلات من أهم العناصر الفعالة في نجاح المشروعات الاستثمارية بالإضافة إلي شبكات النقل والمواصلات الداخلية والخارجية التي تربط بين دول العالم الخارجي، أما العنصر الثاني الفعال في جذب الاستثمارات هو تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات التي تحقق التواحد الإعلامي في جميع أنحاء العالم مما أدى إلي ترويج المشروعات الاستثمارية[١].

٤/ العنصر البشري:

يعتبر العنصر البشري من مقومات الاستثمار لذلك لابد من تخريج قوى عاملة واعدة، وماهرة ومدربة في مختلف الجوانب التطبيقية وبأجور مناسبة.

المطالب الثالث: قرارات الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع في ذات تأثير على بقائه واستمراره ونموه، ولا تقتصر هذه الاستثمارات على

---

١ - الموقع الالكتروني: www.kenenaonline.com، ٢٠١١/٢/٢١م.

الأصول الثابتة فقط وإنما أيضاً الزيادة في الأصول المتداولة والمترتبة على الاستثمار، ونفقات البحوث والتطوير وبصفة عامة تشكل الاستثمارات في الأصول والبحوث الجانب الأكبر من الاستثمارات وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب:

١. يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة التخلي أو العدول عنها بسبب ضخامة حجم الأموال التي تم إنفاقها في مرحلة الإعداد ومعنى التخلي عن الاستثمار تحمل خسائر مالية ضخمة.
٢. المخاطر المترتبة عند العدول عن الاستثمار لانعدام المرونة لكثير من الاستثمارات الثابتة، ونعني بالمرونة السرعة في الرجوع إلي الوضع المبدئي (ما قبل الشروع في تنفيذ الاستثمار).
٣. تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية[١].

وبالرغم من أهمية الاستثمار ودوره في الاقتصاد والتنمية والاقتصاد فإنه عملية تحفه كثير من الصعاب والمخاطر، فالاستثمار في أي من المجالات الاستثمارية ومن أي جهة من الجهات، في القطاع العام أو الخاص، يتأثر بعوامل عديدة وعوامل متغيرة أثناء فترة الاستثمار هي العوامل الاقتصادية والسياسية[٢].

صعوبات قرار الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين:

١. إنه يعتمد كلياً على التنبؤات.
٢. مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متمشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياساتها[٣].

إن اتخاذ القرار سواء كان صاحبه مديراً أو رئيساً أم مواطناً صغيراً يحتاج إلي الشخص سبق تدريبه على هذه العملية وقد نجد أن كثرة من أكتسب هذه المهارة فأصبح

---

١ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م)، ص٢٧٥.
٢ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، (الإسكندرية: دار المعارف، ٢٠٠٣م)، ص٢٠.
٣ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص٢٧٠.

قادراً على اتخاذ القرار الذي هو محور العملية الإدارية بل أنه قلب الإدارة طبقاً لرأي هويات سيمون الذي اعتبر أن القرارات ما هي إلا سلسلة متصلة من الحلقات فكل قرار يسبق قرار ويتبعه قرار إلي أن يتم تنفيذ وتحقيق الأهداف، مثال تلك القرارات التي تصدر من ديوان الوزارة يكون قد سبقها قرار من رئاسة مجلس الوزراء ثم تبعها قرارات أخرى من المديرية التعليمية ثم قرارات تليها على مستوى المدرسة[١].

فمن الضروري أن تحدد الإدارة العليا بطريقة واضحة، الأهداف والسياسات العامة والتي على ضوئها تشكل سياسة الاستثمار بما يتفق مع هذه السياسات لابد من معرفة العناصر المؤثرة في قرار الاستثمار سواء تلك التي يمكن التعبير عنها في شكل كمي أو نوعي، فقد يترتب على هذه العناصر تدفقات نقدية أو تدفقات مالية فإغفال الاستثمار في نهاية مدة الاستثمار، سواء بالنسبة للأصل الثابت أو المتداول، يؤدي إلي اتخاذ قرار خاطئ، فهذه القيمة لها تأثير ملموس من الناحية المالية وعلى العائد[٢].

فإغفال عنصر معين قد يكون له تأثير على القرار وأيضاً أخذ عنصر معين ليس له علاقة بالقرار قد يؤدي إلي اتخاذ قرار مخالف للواقع.

فإن اتخاذ قرار من هذا الشأن يعني أن الجهة المستثمرة قد تخلت عن فرصة بديلة لاستثمار رأس المال في سبيل ربط هذا القدر من رأس المال بمشروع معين لفترة محددة من الزمن[٣].

تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل:

تؤثر قرارات الاستثمار تأثيراً مباشراً على قرارات التمويل ممثلاً في[٤]:

أنه إذا ترتب على تنفيذ اقتراح استثماري ما، تغيير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الاقتراضية ويصبح من المتوقع قيام المنشأة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي،

---

١ - الموقع الالكتروني: www.sis.gov.eg/ar/economy ٢٠١١/٢/٢١م.

٢ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص٢٢١.

٣ - شوقي حسين عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص١١٣.

٤ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص٤٣١.

عندما تكون هناك حاجة مستقبلية لمزيد من الموارد المالية وتتحدد قيمته بالتكلفة المبدئية للاقتراح (وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية) مضروبة في نسبة الاقتراض إلي حقوق الملكية.

وغنى عن البيان أن الميزة التي يقدمها الاقتراح الاستثماري إلي الطاقة الاقتراضية سوف ترد إليه كيف؟ من المعروف أن حصول المنشاة على قروض إضافية يزيد من الوفورات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة، بما يعادل قيمة العوائد على القروض الإضافية مضروبة في معدل الضريبة ولما كان السبب الأساسي في تحقيق الوفورات الضريبية الإضافية هو الاقتراح الاستثماري، فينبغي – طبقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل – أن تعتبر هذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحسبان عن تقييمه[1].

قرارات ومقومات التمويل:

أولاً: قرارات التمويل:

تؤثر قرارات التمويل على قيمة أسهم الشركة من خلال تأثيرها على حجم مكاسب الربحية وعلى درجة مخاطرة الشركة وتؤثر القرارات المتعلقة بسياسة الشركة أي تخضع للقيود الحكومية في الربحية والمخاطرة وهذان العاملان يحددان معاً قيمة المنشأة ويضمن ضرار سياسة الشركة الرئيسي اختيار الصناعة التي فيها ستقدم الشركة بعمليات الإنتاج والتسويق وبعد أن يتم هذا الاختيار فإن الربحية والمخاطرة تتحدان من خلال القرارات المتعلقة بحجم الشركة وأنوع المعدات المستعملة وحالات السيولة في الشركة.

وهذه القرارات بشكل عام تؤثر على ربحية ومخاطر الشركة مثل ذلك إذا قررت الشركة تمويل المشروع من خلال قرض إضافي فهذا سيزيد من معدل العائد على رأس المال المساهمين ولكن في الوقت ذاته سيزيد نسبة المخاطرة لأن المخاطرة تتناسب طردياً مع مقدار القرص لذلك فإن المدير المالي يسعى إلي أن يتوصل إلي نقطة توازن بين العائد والمخاطرة التي تتحقق أقصى ثروة لمساهمين الشركة وهذا يسمى التوازن بين

---

١ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٨م)، ص٦٩٤.

العائد والمخاطر[1]. كما ترتبط قرارات التمويل بهيكل التمويل ودرجة المتاجرة في الملكية والمخاطرة المالية المرتبطة بهيكل التمويل والعائد الناتج عن طريق التمويل[2].

ومن القرارات الأساسية التي تتخذ في مجال التمويل هي القرارات التي تختص بعمليات الحصول على الأموال والاستخدام الاقتصادي للأموال عن طريق المقارنة الرشيدة بين مزايا الاستخدامات المحتملة وبين تكلفة المصادر البديلة المحتملة لتحقيق الأهداف المالية العامة ويفترض في ذلك أن الاقتراحات الخاصة باستخدام الأموال معروفة وكذلك الظروف الحالية والمستقبلية للفن الصناعي والأسواق والخدمات ورأس المال ومراقبة القرارات الخاصة باستخدام الأموال أو إعادة الاستثمار بالنسبة لاستخدامات جديدة أو حالية وكذلك يهتم التمويل باتخاذ القرارات الخاصة بزيادة الأصول والاستغناء عنها[3].

كما زاد الاهتمام بالقرارات المالية في السنوات الأخيرة وزاد الاعتقاد بأن الإجراءات الصحيحة الموازنة الرأسمالية تتطلب مقياساً دقيقاً لتكلفة التمويل ومراقبة هذه القرارات للوصول إلي الهدف الأساسي لإدارة المال وهو زيادة قيمة المشروع[4].

كما يجب في اتخاذ قرار التمويل تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية واستثمار الأموال المتاحة للمنشأة أو الموجودة تحت تصرفها بكفاءة عالية ولذلك أهمية كبيرة[5].

كما أن تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية أهمية خاصة لأن هذا التوازن يؤثر على استقلالية المنشأة من ناحية ويؤثر من ناحية أخرى على ربحية المنشأة وهنا تكمن أهمية هذا التوازن وعادة تحصل المنشأة على أموالها من المصادر

---

١ - فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عدنان داعستاني وأحمد نبيل عبد الهادي، (المملكة العربية السعودية: دار المريخ، ١٩٩٣م)، ص٣٩.

٢ - سيد الهواري، أساسيات الإدارةالمالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م)، ص٢٧.

٣ - شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، ١٩٨٠م)، ص٣٦.

٤ - سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٢٤.

٥ - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٨م)، ص٢١.

الداخلية التي تتمثل في استثمار أرباحها المحتجزة واحتياطاتها والخارجي مثل زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة بالنسبة للشركة المساهمة أو زيادة نصيب الشركاء في شركات الأشخاص[1].

مما سبق نقصد بالقرار عملية الاختيار بين البدائل المختلفة واختيار البديل الأمثل والأفضل والممكن التنفيذ وهذا الاختيار بناءاً على التصور والمبادأة والإبداع والنطق والبعد عن التحيز وبناءاً على مقدرة البديل على تحقيق الأهداف في أقصر وقت ممكن وأقل تكلفة ممكنة ويوصف بالقرار الرشيد[2].

ثانياً: مقومات التمويل:وتتمثل مقومات التمويل في الآتي:

- من مقومات الأساسية للتمويل هو ظهور الثورة التكنولوجية وما أفرزته وأنتجته من أجهزة متقدمة أصبحت لا يمكن الاستغناء عنها أو ممارسة النشاط بدونها وإلا كانت نتائجه غير مؤكدة ومشكوك في سلامتها وأدى ذلك إلي توسيع وتنوع الاحتياجات والرغبات.
- ومن المقومات أيضاً الاحتياجات والرغبات الخاصة بالمستهلكين في الأسواق المالية والدولية المختلفة وازدياد قدرة المشروعات المماثلة والمنافسة على إشباع هذه الاحتياجات والرغبات.
- ارتفاع الدخول المستمر في الدخول وسيادة المستهلك وسيادة قوى المنافسة ونظم البيع الالكتروني التي توفر الوقت والجهد والتكلفة.
- ظهور النظام العالمي الجديد بكافة أبعاده وجوانبه الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والإنسانية الذي يعمل على توسيع الأسواق ودمجها جميعاً في سوق عالمي واحد فائق التطور في وسائله وأدواته الإشباعية.
- امتلاك القوة والنفوذ للمشاكل والمحددات والقيود والضوابط التي تحيط بممارسة النشاط وامتدادها من جانب مؤسسات دولية ما يمكنها من فرض احترام وتطبيق[3].
- الإمكانيات والمواد والقدرات المتوفرة والتي يوفرها المشروع وتعداد الخيارات أمامه.

---

١ - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص٢١.

٢ - الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

٣ - الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

- توفير الآمال والأهداف والطموحات التي يسعى المشروع إلي الوصول إليها سوءاً لذاته أو للعاملين فيه أو للمتعاملين معه.

وهذه المقومات والعوامل السابقة هي الحاكم والمتحكم في رؤية وفكر وتوازنات متخذ القرار وبالتالي فإن وجودها يمثل ضابطاً ويؤثر على وجود القرار والقرار هو وليد هذا كله بل نتاج تفاعله فإذا كان القرار الإداري أداة فعالة لابد له من كل هذه المقومات[1].

ثالثاً: تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار:

يؤثر قرار التمويل على نوعية الاستثمار في الشركات والمؤسسات في التفضيل بين البدائل المختلفة، كما أن التفاوت في مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدمها فبينما لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية المثال فإن التمويل بالأسهم العادية يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي قد يحصل عليها اشتروا تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المقترضة وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقية الداخلة.

فبفرض أن الشركة العربية للكنات تفكر في تنفيذ اقتراح استثماري تبلغ تكلفته المبدئية ١٠ مليون جنيه، وسوف يتم تمويله بالكامل من أرباح محتجزة ولا يوجد قيمة للثروة أما العمر الافتراضي للاقتراح فيبلغ ١٠ سنوات، ومن المتوقع أن تتولد تدفقات نقدية سنوية قدرها ٢ مليون جنيه، في ظل عائد يطلبه الملاك على الأرباح المحتجزة معدل ١٤٪ والآن ستقوم بتطبيق المعادلة التالية لإيجاد صافي القيمة الحالية على فرض أن هيكل رأسمال المنشأة يتكون فقط من حقوق ملكية وأن الاقتراح سوف يتم تمويله من أرباح محتجزة.

ص ق ح المعدل = ٢٠٠٠٠ × ٥,١٢٦ – ١٠٠٠٠٠٠ + صفر = ٤٣٢٠٠٠ جنيه

ولأن صافي القمية الحالية المعدلة رقماً موجباً فينبغي قبول الاقتراح الاستثماري هذا مع ملاحظة أن القيمة ٥,٢١٦ تمثل القيمة الحالية لدفعة سنوية قدرها جنيهاً واحداً

---

١ - الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

ومئتا عشر سنوات، مخصومة بمعدل قدره ١٤٪ ومن الملاحظ أن صافي القيمة الحالية المعدل يساوي تماماً صافي القيمة الحالية الأساسية حيث لم[١]. يتولد عن طريق أي تدفقات داخلية أو خارجية، طالما أن الاقتراح ممول من أرباح محتجزة وتقترض ايضاً أن الاقتراح الاستثماري المشار إليه سوف يتم تمويله بإصدار أسهم عادية جديدة حيث تمثل تكلفة إصدار تلك الأسهم من قيمة متحصلاتها.

هذا يعني أنه لكي تتمكن المنشاة من تمويل الاقتراح الاستثماري فإن عليها ان تصدر أسهماً عادية قيمتها ١٠٥٢٩٣ جنيه، حتى إذا ما خصم منها تكلفة الإصدار التي تمثل ٥٪ من حصيلة الأسهم أي ٥٢٦٣١٥ جنيه، فسوف يتبقى ١٠ مليون جنيه وهو ما يعادل التكلفة المبدئية للاقتراح الاستثماري وتمثل تكلفة الإصدار التدفقات النقدية الخارجة الإضافية المترتبة علي قرار التمويل الاقتراح بأسم عادية جديدة وحيث أن هذه التكلفة تدفع قبيل تنفيذ الاقتراح الاستثماري فإنها تمثل قيمة حالية بطبيعتها ولا يحتاج الأمر خصماً وعليه فإن:

ص ق ح المعدل = ٢٠٠٠٠٠٠ × ٥,٢١٦ – ١٠٠٠٠٠٠٠ – ٥٢٦٣١٥ = ٩٤٣١٥ جنيه

ونظراً لأنه صافي القيمة الحالية المعدل المحسوب على أساس تمويل الاقتراح من أرباح محتجزة مع نظيره المحسوب على أساس تمويل الاقتراح بإصدار أسهم عادية جديدة تكشف عن فاعلية تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار فلاقتراح الاستثماري المذكور يمكن قبوله أو أتيحت أرباح محتجزة تكفي لتمويله أما إذا كان التمويل من خلال إصدار أسهم عادية جديدة فسوف يكون مصيره الرفض.

ويمكن افتراض أن الاقتراح الاستثماري يتمثل في إنشاء مصنع في إحدى المدن الجديدة، ولأن الحكومة تشجع الاستثمار في هذه المناطق فقد حصلت المنشاة من الحكومة على قرض قيمته ٣ مليون جنيه بمعدل فائدة سنوي ٦٪ في حين أن معدل الفائدة السائد في السوق على مثل هذا القرض يبلغ ١٠٪ وفقاً لشروط العقد ينبغي أن يتم السداد على

---

١ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٦.

عشرة أقساط سنوية ولما كان معدل الفائدة على القرض ٦٪ فسوف تبلغ قيمة القسط السنوي ٤٠٧١٠٨ جنيه حيث تم حسابه بقيمة الفرض على القيمة الحالية لدفعه سنوية قدرها جنيه وتستمر عشر سنوات مخصومة بمعدل ٦٪[1].

ويعني ذلك أن حصول المنشأة على قرض بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق يحتمل أن يترتب عليه بعض المكاسب إذ تفوق قيمة العرض القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي سيتدفقها المنشأة لسداد القرض ويمكن الوقوف على حجم المكاسب باستخدام المعادلة:

$$\text{القيمة الحالية للمكاسب المتولدة من الاقتراض} = \bar{\text{ر}} \; \frac{\text{ق}_{\text{س}}}{(\text{أ}+\text{ق})^{\text{س}}}$$

ق س = التدفقات النقدية.

ف = الفائدة[2].

فيجب مما سبق تحديد مصادر التمويل المناسبة وتحديد المصدر الأمثل مقارنة بالتكاليف المترتبة عليه والمكاسب المرجوة منه.

---

١ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٦.

٢ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٤.

الفصل الثالث

تكلفة التمويل

أولا: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدا،كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه وفيما يلي نتعرض لهذه العوامل بشيء من التفصيل.

١/ تأثير العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال(ملاك ودائنين)الحصول على عائد يكفي لتعويضهم من مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن،إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها،وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطر،وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد الاستثمار الخالي من المخاطر،ويتوقف هذا العائد الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس صحيح.أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد الذي يحصل عليه المستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته،فيطلق عليه بدل المخاطرة.

ولكن ما هو الموقف بالنسبة لمخاطر التضخم يؤكد بيتي وزملاؤه على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر على مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للأموال المستثمرة،وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمنشأة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية.كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر على أنه معدل العائد الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية وبذلك يجب أيضا أن يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم،وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد إذ مازال تعويضا عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد.

وإذا ما اتفقنا على هذا فإن تكلفة عنصر الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة(٢-١)الموالية

ف=ج + خ....................(٢-١)

حيث أن "ف"تمثل العائد مقابل عنصر الزمن أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والذي يتكون من جزئين هما:

-ج: جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أم منافع حاضرة من أجل الاستثمار،

-خ:مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم.

٢/عوامل خاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم،إذ أن لهم الحق في الحصول على فوائد دورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه،كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس،ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح الموزعة أوفي حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة يتحملون مخاطر أكبر مما

يتحمل الآخرون ونظرا إلى أن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يتحصل عيه المستثمرون)تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فما المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

٣/ قرار المنشأة بهيكل الرأس المالي:

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل الرأس المالي ونسبة كل عنصر فيه تقرر المنشأة مثلا الاعتماد على القروض والحقوق في التمويل استثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

ثانيا: تقدير تكلفة عناصر التمويل:

١/ تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل:

١-١/ تكلفة الإقتراض طويل الأجل:

وتتمثل تكلفة الإقراض في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة الظاهرة ويمكن تقديره بالعلاقة التالية:

$$C_٠=C_t/(١+K_i)^t$$

$C_٠$: مبلغ القرض.

C: مبلغ التدفقات الخارجة للسنةt ويعادل (القرض + الفوائد)

K_i: سعر الفائدة الظاهري.

ومنه: $C_٠/ C_t = (١+K_i)^t$

وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يحقق المساواة بين التدفقات الخارجة للقرض، أما التكلفة الحقيقة التي تتحملها المنشأة فعليا بعد فصل الوفورات الضريبية وتعطى بالعلاقة التالية:

$(K_P= K_i (١- t$

t: معدل الضريبة.

K_P: معدل الفائدة الفعلي.

١-٢/ تكلفة الأسهم العادية:

تتمثل في الحد الأدنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار أسهم جديدة ، و هو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير و تتحدد تكلفة السهم العادي حسب نموذج جوردن كما يلي:

$r= b_i /(f_i. s_i) \ x\ ١٠٠٪+ t\%$

حيث:

r تكلفة السهم العادي.

b_i الأرباح المتوقعة توزيعها سنويا عن ملكية السهم الواحد.

f_i قيمة إصدار السهم للسهم العادي.

s_i مصاريف الإصدار السهم الواحد.

t: معدل نمو الأرباح (تمثل الأرباح الإضافية التي تخص المساهمين العاديين).

١-٣/ تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة:

يمكن الوصول إلى تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة و تصاغ تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية:

$r= b_i /(f_i. s_i) \ x\ ١٠٠٪..$

وكذلك يمكن حساب تكلفة السهم الممتاز كما يلي:

$K_P= D/I.$

K_P: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

D: حصة الأسهم الممتازة من الأرباح.

I.: القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

١-٤/ تكلفة الأرباح المحتجزة:

يعتقد البعض أن الأرباح ليس لها تكلفة لكن هذا غير صحيح لأنها أصلا من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم وبالتالي تكلفة الأرباح المحتجزة هي نفس تكلفة الأسهم العادية لكن ينبغي طرح الضريبة منها لأنها لا تخضع لها.

٢/ تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل:

تكلفة القروض المتوسطة الأجل تحسب بنفس طريقة القروض الطويلة الأجل والفرق الوحيد يكمن في المدى الزمني لذا سوف لن نفصل فيها ونتناول تكلفة التمويل التأجيري فقط.

٢-١/ تكلفة التمويل التأجيري:

و هو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري، وهو المعدلr الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الاهتلاكات) خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضافا إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي ،وتحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية:

$$V_{٠} = \sum_{i=١}^{n} L_i(١-T) + A_iT / (١+r)^i + R_n / (١+r)^i$$

حيث تمثل

$v_{٠}$: القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات و الآلات).

L_i: الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i.

T: معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

A_i: الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له.

R_n: القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.

r:تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).

الفصل الرابع

العلاقة بين العائد والتكلفة وأثرها في اختيار هيكل التمويل

المقدمة:

في ظل الاقتصاد الكلي تعمل المنشآت جميعها في ظل عدم التأكد فإذا ما لجأنا لدراسة الاقتصاد الكلي سنجد أنه يتحدث عن الرواج أو الكساد وهل نحن موجهون ببطالة أو هناك عمالة في ظروف تشغيل كلي وهل أسعار الفائدة متجهة إلي الارتفاع أم الانخفاض وبالتالي هل نحن مقبلون على تضخم أو انخفاض في الأسعار.

وكذلك محيط المنشأة هل منتجات أو خدمات هذه المنشأة سنجد لها أسواقاً أم لا؟ كل ذلك يؤثر على المدير المالي ويحاول القيام بالإجابة على الأسئلة من خلال دراسة للأسواق وقراءته للاتجاهات وسابق خبرته في هذا المجال.

وبصفة عامة يتميز عالم الاستثمارات الرأسمالية والمالية بعدم مقدرة المستمر على تحديد العائد على الاستثمار بالتأكيد على اتخاذ القرار، وبالرغم من ذلك تقوم الشركات والأفراد بعمليات استثمارية على ضوء توقعاتهم المستقبلية وتختلف العوائد الاستثمارية المتوقعة والمطلوبة بين فرص الاستثمار المتعددة بحسب درجات المخاطرة المتعلقة بكل منها لأن معظم الأفراد ومديري الشركات يظهرون عدم حبهم للمخاطرة، لذلك فإنه من الضروري بالنسبة لهم تحديد خطر الاستثمار للتأكد من أن العائد المتوقع على الاستثمار يتناسب مع خطر الاستثمار إذن مخاطر الاستثمار ترتبط باحتمال الحصول على عائد أقل من العائد المتوقع ولهذا فكلما كانت فرصة الحصول على معدل عائد متدني أو سلبي كلما كان الاستثمار أكثر خطورة.

ولا شك أن جهود الإدارة المالي يجب أن تتجه نحو تعظيم الربح مع العمل على تخفيض المخاطر لأدنى نقطة ولتحقيق ذلك لابد من رقابة فعالة لاتخاذ القرار السليم في

الوقت المناسب مع تحقيق المرونة الكافية التي تسمح بالاستجابة السريعة للتغيرات في بيئة الأعمال وهذا المدخل يتضمن الأهداف التالية:

١. **تعظيم الربح**: يجب أن تؤد السياسات التمويلية المتخذة إلي تحقيق أكبر قدر من الربحية وذلك على المدى القصير والطويل.

٢. **تقليل المخاطر**: العمل على اختيار البدائل التي لا تؤدي إلي مخاطر عالية أي تجنب المخاطر بقدر المستطاع وذلك في جانبي التمويل والاستثمار.

٣. **الرقابة على التدفقات الداخلة والخارجة**: وذلك لضمان حسن الاستخدام وكفاءتها مع استخدام أسلوب التقارير التي تعطي صورة سليمة في التوقيت المناسب.

٤. **تحقيق المرونة اللازمة**: وذلك لأن العمل في ظروف عدم التأكد والعمل على تدبير وتخصيص الأموال اللازمة قبل احتياجها مع إيجاد فرص المناسبة للاستثمار ربما يحقق أكبر عائد مع وجود بدائل وذلك بما تتجه الإدارة المالية من معلومات داعمة للنشاط.

مفهوم العائد والمخاطر:

الاستثمار في الأوراق المالية عبارة عن تضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل ولكنتها غير مؤكدة وبالتالي فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد (مبالغ أكبر) والمخاطر (غير مؤكدة).

عليه يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه: (تخصيص جزء من الأموال لتوظيفه في الأصول المالية لفترة من الزمن بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل لمواجهة الزيادة في معدل التضخم وتغطية المخاطر المصاحبة للتدفقات الأموال).

والاستثمار أما يكون فردي أو متعدد ويقصد بالاستثمار الفردي (شراء أصول واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراة من هذه الأصول) بينما يكون الاستثمار متعدداً إذا شمل نوعين أو أكثر من الأصول (محفظة استثمارية).يتوقف اختيار أي أصل على العائد المتوقع والمخاطر المصاحبة لهذا العائد وهناك اتفاق عام على أن المحدد الرئيسي للعائد المطلوبة من أصل ما يتمثل في درجة المخاطرة لهذا الأصل حيث تشير

المخاطرة إلي احتمالات أن العوائد وكذا القيم لأصل ما أو ورقة مالية يمكن أن يكون لها نتائج بديلة.

ويسعى المستثمر إلي تعظيم العائد المتوقع على استثماره في الأوراق المالية ولكن يواجه بقيد المخاطرة التي تشير إلي احتمال أن يكون العائد المحقق مختلفاً عن العائد المتوقع.

المخاطرة بصورة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها جراء عدم التأكد فإنه من الصعب حسابها نظراً لعدم استقرار وثبات العوائد المتوقع الحصول عليها.

رغم ذلك هناك من يشير إلي وجود فرق بين المخاطر وعدم التأكد ويتمثل الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي أو في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية، وفي حالة المخاطرة تتوفر لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

أما في حالة عدم التأكد تضف موقف لا يتوفر لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية والمستقبلية، حيث يتم وضع هذه التقديرات على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار، فإذا كان الحديث عن نتائج مختلفة في المستقبل لا يعرف احتمال حدوث كل منها فإن هذه الحالة توصف بحالة عدم التأكد لكن عندما يستطيع متخذ القرار أن يحدد النتائج المستقبلية المحتملة مع احتمالات حدوث كل نتيجة فإن هذه الحالة توصف بالمخاطرة، وتتمثل أهم أسباب عدم التأكد في عدم المعرفة الدقيقة بالتغيرات التي ستحدث مثل قوانين الضريبة وطلبات الزبائن ومعدلات الفائدة.

أنواع مخاطر الاستثمار بالأوراق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين من المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية: الأول ويطلق عليه بالمخاطر النظامية وتتعرض لها كافة الأوراق وتتمثل في تغيير أسعار الفائدة والقوة الشرائية والتقلبات الاقتصادية وهي العوامل المرتبطة بالسوق والتي يصعب التحكم فيها،

أما النوع الثاني ويسمى بالمخاطر غير النظامية، وهي التي تتعرض لها الورقة معينة بذاتها لها تتصف به من خصائص معينة أو قد تكون هذه المخاطر بالمنشأة أو طبيعة الصناعة التي تنتمي إليها هذه الورقة.

أولاً: المخاطر العامة (المنظمة):

وتتمثل في الآتي:

أ/ مخاطر أسعار الفائدة:

مخاطر معدلات الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية.

إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلي انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها وضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلاً مما سيدر عليه عائد أعلى، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما توجه المستثمرون نحو الودائع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون المخاطر مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة في مقدار المخاطر، كذلك الأمر إذا ارتفعت أسعار الفائدة على السندات سيتوجه المستمرون للتعامل بها على حساب الأسهم مما يعظم مخاطر الأسهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات.

ب/ مخاطر التضخم:

يقصد بتغير معدل التضخم هو التغير في القوة الشرائية فإذا كان معدل التضخم مرتفعاً فإن هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة، وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تأثيراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار

تنخفض مما يؤدي إلي انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد.

ج/ المخاطر السوقية:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين، حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضاً بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلي الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار ويمكن تفادي هذه المخاطر بواسطة قيام المستمرين التوقيت السليم للشراء أو البيع.

ثانياً: المخاطر الخاصة (غير المنتظمة):

أ/ المخاطر الصناعية:

يقصد بالمخاطر الصناعية تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة مثل عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلي توقف أو الحد من الطلب على المنتجات القديمة، وفي بعض الأحيان يكون لمخاطر الصناعة تأثير كبير ومستمر وفي أحيان أخرى يكون تأثيرها ضعيفاً ومؤقتاً.

ب/ مخاطر سوء الإدارة:

تأتي مخاطر سوء الإدارة من القرارات الإدارية الخاطئة علماً بأن هذه القرارات تنعكس على نشاط الشركة وتحقيق الأرباح وهذا بدوره ينعكس على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم نم جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير

المنتظمة لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

المخاطر التشغيلية:

هي مخاطر تشغيلية ناجمة عن البيئة التشغيلية للشركة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، ويمكن أن تعزى المخاطر التشغيلية لعوامل داخلية تنعكس في درجة الكفاءة التشغيلية للشركة في استخدام الموارد المتاحة، وهذه العوامل الداخلية تكون غالباً ضمن سيطرة الإدارة.

أما المخاطر التشغيلية الخارجية فهي تعزى في الغالب لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة وتمثل هذه العوامل غالباً بالأوضاع الاقتصادية العامة، لذلك نجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.
- تؤثر أن وجدت على المنشأة المعينة.
- يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلي الصفر تقريباً.
- مقياسها المطلب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

مخاطر الأعمال:

وهي تلك المخاطر التي يجب على الشركة تحملها لأجل أداء نشاطها الأساسي الذي تعمل فيه، ولابد وأن تمتلك الشركة بعض المزايا التنافسية المعلوماتية بالنسبة للمتغيرات التي تنشأ عنها هذه المخاطر، إذ أن هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية للقيام بنشاط الشركة، وتوليد التدفقات النقدية بها. فضلاً عن أن الشركة تحقق عوائد اقتصادية مقابل تحمل هذه المخاطر.

مخاطر القوة الشرائية:

"ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين مثلا فيما لو ارتفعتن معدلات التضخم وعادة تكون

الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلا أكثر تأثرا بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل للعائد على الاستثمار وعن المعدل الاسمي لهذا العائد.

☒ قياس العائد والمخاطر:

يقصد بقياس العائد والمخاطر تحليل الأوراق المالي المراد الاستثمار فيها بغرض اتخاذ قرارات استثمارية ملائمة حيث تنتج عملية تحليل الأوراق المالية لكل مستمر فرصة المفاضلة بين مختلف الأوراق المالية وبالتالي اختيار المحفظة المالية التي تناسبه والتي تحقق له مستوى معين من العائد في ظل مستوى مقبول من المخاطر وهناك عدة طرق لقياس العائد والمخاطر وستتطرق لها فيما يلي:

قياس العائد:

إن العائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه عادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الفترة ويحسب العائد المتوقع باستعمال المعادلة التالية:

$$R = P_١R_١ + P_٢R_٢ + \ldots\ldots + P_nR_n$$

حيث أن:

معدل العائد المتوقع $R =$

احتمال حدوث كل من القيم الممكنة للعائد $P_i =$

القيم التي يمكن أن يأخذها العائد $R_i =$

ولمزيد من التوضيح يمكن أخذ المثال التالي:

نفترض أن هناك مشروعين استثمارين (أ) و (ب) قيد الدراسة وعوضاً عن تقدير قيمة واحدة أكيدة للعائد على الاستثمار لكل منهما تم تقدير عدة قيم ممكنة للعائد حسب احتمالات التغير في الأوضاع الاقتصادية ويقدم الجدول أدنها حالات الوضع الاقتصادي الممكنة وإحتمالات حدوثها والعوائد الممكنة لكل من المشروعين.

الحالة الاقتصادية	احتمال تحققها (P_i)	عوائد المشروع (أ)	عوائد المشروع (ب)
انكماش	٢٠٪	-١٥٪	-٢٠٪
عادي	٢٥٪	٢٥٪	٣٠٪
ازدهار	٢٠٪	٤٠٪	٢٥٪
تضخم	٣٥٪	١٥٪	١٥٪

توزيع احتمالي العوائد الممكنة لمشروعين استثمارين في أوضاع مختلفة

يمكن حساب العوائد المتوقعة لكل من المشروعين (أ) و(ب) وفقاً للمعادلة أعلاه على النحو الآتي:

- العوائد المتوقعة للمشروع (أ) = (٠,٢) × (-١٥) + (٠,٢٥) × (٠,٢٥) + (٠,٢) × (٠,٤) + (٠,٣٥) × (٠,١٥) = ٠,١٦٥ = **١٦,٥٪**
- العائد الموقع للمشروع (ب) = (٠,٢) × (-٠,٢) + (٠,٢٥) × (٠,٣) + (٠,٢) × (٠,٢٥) + (٠,٣٥) × (٠,١٥) = ٠,١٣٧ = **١٣,٧٪**

قياس المخاطر:

بما أن المخاطر بصورة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها من جراء عدم التأكد فإنه من الصعب حسابها نظراً لعدم استقرار وثبات العوائد المتوقع الحصول عليها، فأقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التشتت حيث يقيس هذا المعيار مقدار تشتت العوائد على المركز أو المعدل لهذه العوائد بالإضافة إلي أن التشتت يمكن أن تستنتج منه الانحراف المعياري وهو عبارة عن الجزر التربيعي للتشتت ويعتبر التشتت والانحراف المعياري أفضل مقياس لقياس المخاطرة غير المنتظمة أو مخاطرة السهم الواحد، أما المخاطر المنتظمة وهي المخاطر العامة والتي تقع على السوق ككل.

وتحسب المخاطر عن طريق المعادلة التالية:

$$\sqrt{\sum P_i(R_i + R_j)^{٢}}٢$$

حيث أن:

احتمال حدوث كل العوائد الممكنة $= P_i$

القيم التي يمكن أن يأخذها العائد $= R_i$

العائد المتوقع $= R_j$

ولمزيد من التوضيح يمكن أخذ المثال السابق كنموذج لقياس الانحراف المعياري (المخاطرة) لكل من المشروعين (أ) و(ب) وذلك كما يلي:

الحالة الاقتصادية	**احتمال تحققها (P_i)**	**عوائد المشروع (أ)**	**عوائد المشروع (ب)**
انكماش	٢٠٪	-١٥٪	-٢٠٪
عادي	٢٥٪	٢٥٪	٣٠٪
ازدهار	٢٠٪	٤٠٪	٢٥٪
تضخم	٣٥٪	١٥٪	١٥٪

المخاطرة للمشروع (أ):

$$= \sqrt{٠.٢ (-١٥ - ٠.١٦٥)^٢ + ٠.٢٥(٠.٢٥ - ٠.١٦٥)^٢ + ٠.٢ (٠.٤ - ٠.١٦٥)^٢ + ٠.٣٥ (٠.١٥ - ٠.١٦٥)^٢} =$$

الانحراف المعياري (المخاطرة) = $\sqrt{٠.٠٣٢٧٧٥}$ = ٠,١٨١ = **١٨,١٪**

المخاطرة للمشروع (ب):

$$= \sqrt{٠.٢ (-٠.٢ - ٠.١٣٧)^٢ + ٠.٢٥ (٠.٣ - ٠.١٣٧)^٢ + ٠.٢ (٠.٢٥ - ٠.١٣٧)^٢ + ٠.٣٥ (٠.١٥ - ٠.١٣٧)^٢} =$$

الانحراف المعياري (المخاطرة) = $\sqrt{٠.٠٣١٩٦٩}$ = ٠,١٧٨ = **١,٧٨٪**

ومن المثالين أعلاه نلاحظ أن المشروع الأول يحقق عائداً أعلى من المشروع الثاني ولكنه أيضاً ذو مخاطرة أعلى من الثاني، الأول (أ) العائد ١٦,٥٪ والمخاطرة ١٨,١٪، الثاني (ب) العائد ١٣,٧٪ والمخاطرة ١٧,٨٪.

على المدير المالي أن يتخذ قراره بناءاً على هذين العاملين وأن يختار المشروع الذي يحقق له عائداً أعلى مع مخاطرة أقل ونلاحظ هنا أن الفرق بين العائدين أكبر من

الفارق بين المخاطرتين في المشروعين وعليه فالمدير المالي عليه أن يفاضل بينهما باستخدام متوسط المخاطرة للوحدة من العائد بقسمة المخاطرة على العائد ويسمى عامل المخاطرة.

إذا قمنا بحساب ذلك للمشروعين سنجد أن المشروع

$$(أ) = \frac{١٨.١}{١٦.٥} = ١,٠٩٦$$

$$\text{في حين أن المشروع (ب)} = \frac{١٧.٨}{١٣.٥} = ١,٣١٨$$

إذن فإن عامل المخاطر للمشروع (أ) أقل من المشروع (ب)، بناءاً على هذه النتائج يمكن للمدير أن يتخذ القرار الذي يراه مناسباً.

علاقة العائد والمخاطر بالاستثمار والتمويل:

عندما يقوم أي شخص رشيد بصرف نق إنفاق يكون السؤال لديه دائم هل المكاسب من هذا الإنفاق تستحق؟

إن القرار يحوي مقارنة بين المكاسب و المنافع أو العائدBenefits المتوقع و بين التكاليف Costs المرتبطة بهذا الإنفاق أو المغامرة و بالتالي يتطلب الأمر حساب المنافع التي يمكن أن تتحقق بالدخول في المشروع المعين مقارنة مع قيم مختلف البدائل الأخرى التي كان من الممكن شراؤه بنفس المبلغ من النقود" و بنفس المجهود و الوقت".

هذا إذ كان قرار الإنفاق على مستوى الفرد قرار بسيط سهل فإن قرار الاستثمار أصعب من قرار الإنفاق الجاري. فالمنافع أو العوائد المتوقعة ليس من السهل تقييمه لأنه تقع في المستقبل و على فترات، و هناك غموض حولها. و يكون السؤال أيضا عن كيف يمكن حساب صافي العائد من مشروع استثماري يتطلب إنفاق على مدى عدد من السنين و يتوقع منه مكاسب على مدى عدد من السنين المقبلة[١].

يعتبر تحديد مدى المخاطر التي ترغب تحملها أحد المسائل الهامة التي ستواجهها كمستثمر. والمقصود بقدرتك على تحمل المخاطر هو مدى الخسائر التي يمكنك تحملها بدون التخلص من الاستثمار. وهناك ارتباط وثيق بين المخاطر والعوائد؛ فكلما ارتفعت

---

١ - الموقع الالكتروني: www.caamsf.com

مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد المحتملة وعندها تصبح مناسبة أكثر كاستثمارات طويلة الأجل[1].

نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بين تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة. ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصراً مؤثراً في تكوين المحفظة لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة.

وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطر فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها إذا أمكن قياسها وقابلها عوائد مجزية بالقدر الذي يرون إنه ملائم لمستوى تلك المخاطر. لكن الناس لا يقبلون على فرص استثمارية يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية أم متدنية المخاطرة. هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحاً يعد ذا مخاطرة عالية[2].

وتنشأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية أهمها:

- إن المستثمرين متأهلين للمخاطر المتوقعة
- درجة الخوف تختلف من مستثمر لآخر
- مجمل المشاريع المتاحة لها عوائد ومخاطر
- بحث مستمر عن الفرصة الاستثمارية التي تحقق له أقصى عائد ممكن موازاة مع الخطر الضئيل الذي تحمله[3].

إن المبادلة بين المخاطرة والعوائد هي أحدى الأسس أو المبادئ التي يسترشد بها المدير في الاختيار بين البدائل في القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشراء أصول وعلى المدير المالي أن يختار من الأصول، الأصول التي تبرز عائدها ومخاطر شراؤها وبالمثال

---

١ - الموقع الالكتروني السابق.

٢ - الموقع الالكتروني: www.eaamsf.com

٣ - الموقع الالكتروني السابق.

يختار من مصادر لتمويل المصدر الذي يبرز عائده المخاطر المرتبطة به وذلك يتحقق هدف المشروع[١].

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار لأن القرارات المالية الاستثمارية تخذ اليوم ولا تظهر نتائجها إلا في المستقبل لكن المستقبل مجهودها ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه متخذ القرار ببدائل تتضمن مبادلة بين عائد مرتفع ومخاطر مرتفعة وعائد أقل ومخاطر أقل.

إن هاتين السمتين متناقضتين إلا أنهما حقيقيتان ثابتان في عالم الاستثمار والتمويل وحيث أنه لا توجد عوائد مجزية إلا مع وجود احتمالية معقولة ومقبولة من المخاطر، وتدل الدراسات العلمية والتجارب الحية أن المستثمرين يطلبون علاقة طردية بين معدل العائد ودرجة المخاطرة.فلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمارية كلما ارتفعت عائده لذلك يرضى المستثمرين ولكن ليس بنفس الدرجة لن المبادئ الاستثمارية الشائعة الاستخدام في القرارات المالية تفترض تفضيل المستثمر والممول للعوائد الأعلى على العائد الأقل مع ثبات العوامل الأخرى وتفضيل المستثمر والممول للمخاطرة الصغر على الأكبر[٢].وإذا كنا نميل إلي مخاطر قليلة فيمكننا استثمار أموالنا في أوراق مالية حكومية أو كوديعة في مؤسسة مالية وبالنتيجة تحصل على دخل قليل وكلن ثابت وشبه مؤكد وفي معظم الحالات لن تخسر رأسمالنا.وإذا كنا على استعداد بقبول مخاطر أعلى من المستوى الأول، فإننا نبحث عن عائد أعلى مما حصلت عليه في المستوى الأول، فقد يكون هدفنا دخلاً جارياً متزايداً ففي هذه الحالة قد نستثمر أموالنا في الشركات التي لها تاريخ طويل في توزيع الأرباح مثل الشركات المنافع العامة، الشركات الكبيرة، شركات إنتاج المواد التموينية أو توزيعها، وشركات الشحن وهذه الشركات تعطي أماناً ضد فقدان المال المستثمر وهذه أرباحها الموزعة موازنة أو لكي تعادل التضخم[٣].

---

١ - سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٤٩.

٢ - المرجع السابق، ص٦٧.

٣ - سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٧م)، ص٧٦.

وإذا كان غير مهتمين بتقلبات الأسعار في المدى القصير وفي توزيع الأرباح، وهدفنا هو ارتفاع الأسعار فعلينا بالاستثمار في الشركات التي تنمو فوق المعدل مثل شركات المشروعات الترويجية.أما إذا كنا غير مهتمين بالأرباح الرأسمالية في فترة قصيرة في هذه الحالة علينا أن نداوم في السوق المالي ونكون ماهرين في توفير شراء الأسهم المرشحة للمضاربة ومثلها الشركات الناشئة في القطاعات الحديثة، حيث يرى المدير المالي بالضرورة المبادرة بين العائد والمخاطر فهو عندما يتخذ قراراً، غالباً ما يتطلب الاتفاق أو الاقتراض ويترتب عليه في الأيام اللاحقة مرفقات نقدية معاكسة الاتجاه أما أن قراءة يمكن وصفه بمجموعة من التدفقات الداخلة والخارجة[1].

مخاطر وعوائد المحفظة الاستثمارية:

مفهوم المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية هي المحفظة التي تتعلق بمجموعة من الأوراق المالية المختلفة وهذه الأوراق لها خصائص مختلفة ولها عوائد ومخاطر مختلفة ولكن إذا وضعنا هذه العوائد في محفظة واحدة فهل المحفظة ستأخذ خصائص هذه الأوراق أم يكون لهذه الأوراق المجتمعة خصائصها الخاصة وخصوصاً فيما يتعلق بالعائد والمخاطر.

بما أن المحافظة الاستثمارية تتكون من مجموعة من الأوراق المالية إذن معظم الأصول المالية لا يحتفظ بها بمعزل عن الأصول الأخرى، وإنما يحتفظ بها كجزء من المحفظة الاستثمارية، فالبنوك ومؤسسات التقاعد، وشركات التأمين، والمؤسسات المالية الأخرى يجث عليها تكوين محافظ متنوعة والاحتفاظ بها طبقاً لمتطلبات القانون وبالنسبة إلي المستثمرين كأفراد (على الأقل أولئك الذين يحتفظون بأوراق مالية والتي تكون جزءاً كبيراً من ثروتهم) فإنهم بالعموم يحتفظون بمجموعات من الأسهم لشركات مختلفة وليس أسهم شركة واحدة.

وطبقاً لذلك فمن وجهة نظر المستثمر فإن ارتفاع سعر أحد الأسهم وانخفاضه ليس مهماً، وإنما المهم هو العائد على مجموع محفظته الاستثمارية والمخاطر الناجمة عنها،

---

١ - المرجع السابق، ص٧٦.

ومن ناحية منطقية يجب تحليل العائد والمخاطر على الورقة المالية آخذين بعين الاعتبار كيف أن هذه الورقة المالية تؤثر بدورها على المخاطر والعائد للمحفظة الاستثمارية والتي هي جزء من هذه المحفظة.

قياس مخاطر وعوائد المحفظة:

يقصد بقياس العائد والمخاطر للمحفظة تحليل الأوراق المالية المكونة للمحفظة بغرض معرفة مدى تأثير كل ورقة مالية على العائد والمخاطرة للمحفظة، وفيما يلي سنتطرق إلي كيفية قياس العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

قياس العائد على المحافظة الاستثمارية:

إن العائد من اقتناء محفظة ما يتحدد على ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية المكونة للمحفظة، ويتمثل العائد المتوقع للمحفظة العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمته برأس مال المحفظة ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$KP = W_{١}K_{١} + W_{٢}K_{٢} + \ldots\ldots\ldots\ldots + W_{n}K_{n}$$

حيث أن:

معدل العائد المتوقع على المحفظة	$KP =$
نسبة المحفظة المستثمرة في الأوراق المالية	$W_i =$
معدل العائد المتوقع على الورقة المالية	$K_i =$
عدد الأوراق المالية في المحافظة	$n =$

وبغرض معرفة نسبة المبلغ المستمر في السهم ١ من مجموع المبلغ الكلي المستمر في المحفظة تستخدم المعادلة التالية:

$$W_i = \frac{\text{مبلغ السهم}}{\text{المبلغ الكلي}} \times ١٠٠$$

ولمزيد من التوضيح نقدم المثال التالي:

في شهر كانون الثاني ٢٠٠٠ قدر محلل الأوراق المالية أن العوائد التالية يمكن توقعها في أربع شركات رئيسية تنتج برامج الحاسوب.

الشركة	العوائد المتوقعة
أ	٪١٤
ب	٪١٣
ج	٪٢٠
د	٪١٨

فإذا كونا محفظة استثمارية بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه سوداني، واستثمرنا ٢٥,٠٠٠ جنيه سوداني في كل سهم، فإن العائد المتوقع من المحفظة الاستثمارية يتم إيجاده على النحو التالي: $W_i = \frac{٢٥.٠٠٠}{١٠٠.٠٠٠} \times ١٠٠ = ٠,٢٥$.

$$KP = W_١K_١ + W_٢K_٢ + \ldots\ldots\ldots\ldots + W_nK_n$$

$$= ٠,٢٥\ (١٤٪) + ٠,٢٥\ (١٣٪) + ٠,٢٥\ (٢٠٪) + ٠,٢٥\ (١٨٪) = ١٦,٢٥٪$$

قياس المخاطر على المحفظة الاستثمارية:

طبقاً لمفهوم المحفظة، فالمستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء المحفظة تختلف عن تلك التي يتعرض لها السهم منفرداً ويعود سبب ذلك إلي وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة، كما قد تكون مخاطر المحفظة أقل من مخاطر أي أصل منفرد من الأصول التي تحتويها ويرجع ذلك لسبب تنوع حيث يتم الاستثمار في أكثر من نوع من الأصول وذلك بغرض تخفيض المخاطر.

ويتم حساب المخاطرة للمحفظة عن طريق المعادلة التالية:

$$Q = \sqrt{W_١^٢ Q_١^٢ + W_٢^٢\ Q_٢^٢ + ٢\ W_١W_٢(COV)}$$

حيث أن:

مخاطرة المحفظة $= Q$

نسبة الأموال المستثمرة في الأصلين $= W_١\ W_٢$

المخاطرة للأصليين (الانحراف المعياري) = $Q_1 Q_2$

التقارير بين عوائد الأصلين = COV

وبغرض معرفة درجة التقارير بين عوائد الأصلين تستخدم المعادلة التالية:

$$COV = \sum P_i \,(R_1 - R_1)(R_2 - R_2)$$

حيث أن:

احتمال حدوث كل من القيم المتوقعة للعائد = P_i

القيم التي يمكن أن يأخذها العائد (القيم الممكنة) = R_1

القيم المتوقعة لعائد = R_1

الهيكل المالي وتكلفة رأس المال:

تختلف تكاليف مصادر التمويل باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملا بمقولة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، وتقاس تكلفة مصدر التمويل بالطريقة التي يقاس بها إذ تكون من وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى،((IRR معدل العائد الداخلي عنده القيمة الحالية للعوائد النقدية المتوقع أن يستغلها طيلة فترة اقتنائه للورقة المالية مع مبلغ التمويل مع اختلاف الهيكل (WACC) الذي زوده أصلا للشركة .يختلف المتوسط المرجح لتكلفة راس المال التمويلي من شركة لأخرى ويعتبر هذا المقياس ذا أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية،((CAPITAL BUDGETINGالرأسمالية للشركة المرتبطة بالاستثمار /أو كمعيار رفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة، وبالتالي فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، والتي هي في الغالب فرص محدودة .ومن هنا تأتي أهمية العلاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى، وتعظيم القيمة الذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيسي.

لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف .ولعل السؤال الذي يجب أن يطرح هنا هو :هل يوجد ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل في الشركات المساهمة العامة؟ اذا كانت الإجابة "نعم "فما هي عندئذ آليات الوصول إلى ذلك؟ قبل الإجابة

على هذه التساؤلات يمكن استعراض النظريات المختلفة للهيكل التمويلي التي ظهرت في أدبيات التمويل خلال النصف الثاني من هذا القرن.

بدأت الطروحات حول الهيكل التمويلي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمس ينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال، التي أصبحت تعرف الان بالنظرية التقليدية للهيكل التمويلي/ وقد تم ظهور هذه النظرية في نهاية الخمسينات وبداية الستينيات على يد الثنائي ميلر ومدجلياني فوضعا اقتراحين مهمين شكلا فيما بعد حجر الأساس لكل ما كتب حول هذا الموضوع، وظهرت حديثا في أواسط الثمانينات نظرية تعرف باسم نظرية تسلس ل اختي ار مص ادر التمويلي في العام ١٩٨٤، وقد أدخلت عليها التعديلات Myer التي عرضها(Pecking – Order Theory) في العام ١٩٨٩.

وفيما يلي عرض بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

١ .**النظرية التقليدية: The Traditional Theory**بإمكان الشركات بهذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للشركة، ولم تذهب هذه النظرية إلى تحديد كمية الاقتراض المعقولة، وانما دعت الشركات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول (وفقا لهذه النظرية) وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما اصبح يعرف لاحقا بمفهوم ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر Financial) . (Leverageالرفع المالي .

٢ .**نظريةM&M):)**تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل إذ تنفي هذه النظرية أية علاقة للهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للشركة، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للشركة أو ارتفاعها، وانما يحدده القرار الاستثماري فقط.

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين، ظهر أولهما في العام ١٩٥٢ وظهر الثاني في العام ١٩٦٣، ويقوم المقترح الأول على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها-:

١ .وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، ويحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي
الرشيد.

٢ .يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات الرخيصة لهم جميعا في الوقت نفسه.

٣ .ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.

٤ .ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها.

٥ .يتطور لدى جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم المتداولة فيها.

وقد خلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية إلى استنتاج، مفاده أن الشركات المتماثلة في كل أوج أنشطتها و تتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات، كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية، إلا أن واضعي النظرية عادا في العام ١٩٦٣ وحرراها من قيد الضرائب وخلصا إلى أن القيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق مثيلاتها المعتمدة على أموال الملكية، وتنجم هذه الميزة عما يعرف بالدرع الضريبي وعليه فان أقصى قيمة سوقية للشركة تتحقق عندما يقتصر تمويل (TAX Shelter) لفوائد الاقتراض الشركة على أدوات الاقتراض فقط وذلك حسب المقترح الثاني.

تعرضت هذه النظرية لانتقادات عدة على أرضية مثالية افتراضاتها، وعدم واقعية هذه الافتراضات، ومن أبرز هذه الانتقادات تلك المتعلقة بإمكانية إحلال الافتراض الشخصي محل افتراض الشركات وبمعدلات الفوائد نفسها، وانعدام تكاليف الصفقات، وتجاهل تكاليف الإفلاس الناجمة عن فصل الملكية عن الإدارة في (Agency Cost)

وتكاليف الوكالةAnkruptcy Costs)) الشركات المساهمة الحديثة وعلى الرغم من هذه الانتقادات، إلا أن هذه النظريات شكلت وما زالت تشكل إحدى الدعائم الأساسية لنظرية الهيكل التمويلي والعديد من النظريات والدراسات اللاحقة في وبمفرده -نموذجًا عرف باسمه تناول فيه (Miller) – أدبيات التمويل .ففي العام ١٩٧٧ طور ميلر تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل الأفراد من جهة، ودخل الشركات من جهة أخرى، وتأثير ذلك على تكلفة الاقتراض لكلا المجموعتين .وخلص ميلر إلى أن اخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار يقلل من منافع الاقتراض المطلق للشركات المساهمة العامة .إذن من الممكن تعظيم القيمة السوقية للشركات من خلال وجود الرفع المالي.

وتلت هذه الدراسة دراسات أخرى منها التي قام بها جينسن ومكليت (Jensen & (Meckling في العام ١٩٧٦ حول علاقة تكاليف الوكالة بالهيكل التمويلي تبين أن هناك تأثيرا سلبيا للاقتراض على القيمة السوقية للشركة، وهذا ناجم عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال إدارة الشركة وأضافت دراسة بيرني. (Efficiency Costs) وتكاليف ناجمة عن ضعف في الكفاءة الإدارية وزملاؤه في العام ١٩٨٤ عنصرا جديدا للتحليل وهو تكاليف مخاطر الإفلاس، إذ بينت الدراسة أن تكاليف الاقتراض تزيد من التكاليف وهو مخاطر الإفلاس، فكلما توسعت الشركة بالاقتراض ارتفع وفي دراسة. (WACC)هذا النوع من التكاليف،وبالتالي ارتفع المتوسط المرجح لهيكل راس المال لعشرات الشركات التي أعلنت إفلاسها تبين أن هذا ,ALTMAN) ميدانية قام بها التمان١٩٨٤) النوع من التكاليف مرتفع جدا، و يفوق في غالب الأحيان القيمة السوقية للشركة.

بتطوير مفهوم تكاليف الوكالة فيما يتصل بالهيكل التمويلي ,JENESN) وقام جنسن) ١٩٨٦ ليشمل تكاليف سوء استخدام السيولة الزائدة في حال توفرها من قبل إدارة الشركة؛ لتخدم مصلحتها الشخصية على حساب مصالح المساهمين، وهذا ما اسماه بنظرية فائض النقدية وبناء على هذه النظرية فان الاقتراض سيوفر فرصا افضل

للرقابة،(Free Cash Flow Theory) على إدارة الشركة، إذ من المتوقع أن تستخدم الأموال المقترضة بداية في الاستثمارات الجديدة، ومن ثم في شراء جزء من اسهم الشركة المتداولة في السوق، وفي النهاية ستوجه الأموال المتبقية لخدمة ديون الشركة، وعليه فستقل أمام الإدارة فرص سوء استخدام النقدية الزائدة، ومن جهة أخرى وبناء على هذه النظرية فان إدارة الشركة ستعمل دوما في حالة الاقتراض تحت تهديد الفشل المالي مما يملي عليها أن تعمل بكفاءة اكبر، لتجنب ذلك، الأمر الذي سيخفض تكاليف الوكالة، إلا ان مقترحات جنسن لم تعط الإجابة عن السؤال المهم التالي :ما هو حجم الاقتراض الأمثل في هيكل رأس المال؟

بمراجعة نظرية فائض ,Bernanke) واستكمالا لجهود جنسن في هذا المجال، قام برنانكي١٩٨٩) النقدية في محاولة منه لتفسير نطاق استخدام الرفع المالي وتشخيصه في الشركات خلال عقد الثمانينيات.

٣ .نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويلThe Pecking – Order Theory))

وتعود جذورها إلى دراسة مسحية قام بها دونالدسن،(,Myersقدم مايرز هذه النظرية) ١٩٨٤ في العام ١٩٦٠ حول مسلك الشركات التمويلي، واستنادًا إلى هذه النظرية فإن ترتيبDonalson)) التمويل طويل الأجل حسب أفضليته للشركات يكون على النحو التالي:

أولا :التمويل الذاتي (الأرباح المحجوزة والاحتياطات)

ثانيًا :في حالة وجود حاجة للتمويل الخارجي فعلى الشركة أن تقوم أو ً لا بإصدار سندات دين، وأن تلجأ بعدئذ لإصدار الأدوات المالية الهجينة كالسندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، ويأتي إصدار الأسهم العادية كملاذ أخير.

ربطت هذه النظرية - أيضًا - سياسة توزيع الأرباح بتسلسل المسلك التمويلي سالف الذكر، إذ أكدت على إدارات الشركات أن تكيف سياستها في توزيع الأرباح مع القروض الاستثمارية المتاحة، فإذا فاقت النفقات النقدية الداخلية النفقات النقدية الخارجية، فإن الشركة ستحتفظ بالفائض على شكل نقدية أو على شكل استثمارات

مؤقتة أو تقوم بتوزيع الأرباح أو استرداد جزء من أسهمها المتداولة أو سداد ديون عليها، وفي حالة حدوث العكس، فإن الشركة ستستخدم فائض النقدية لديها، أو تبيع جزءًا من استثماراتها المؤقتة، أو تلجأ للاقتراض الخارجي أو أنها ستقوم في نهاية المطاف بإصدار أسهم عادية، وعليه فإن هذه النظرية بينت العلاقة التبادلية بين توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية و التمويلية.

ويمكن القول أن هذه النظرية تنسجم مع نظرية الرفع المالي، ومع نظرية المحتوى الإعلامي إذ تشير النظرية الأولى إلى،(Asymmetric Information Signaling (Theoryغير المتوازن أنه إذا قاد التغير في الهيكل التمويلي إلى زيادة (أو نقصان) في درجة الرفع المالي فإن ذلك سيكون له إنعكاسات إيجابية (أو سلبية) على أسعار أسهم الشركة المتداولة في السوق، وبالتالي فإن التمويل بالأقتراض هو أفضل من التمويل بالملكية .أما النظرية الثانية فبينت أن اختيار الشركة لمصادر التمويل الخارجية يحمل في طياته للسوق دلالات معلوماتية غير إيجابية حول ربحية الفرص الاستثمارية المتاحة لها حاليًا، مما سينعكس سلبا على أسعار أسهمها المتداولة في السوق، وبالتالي فإن مصادر التمويل الداخلية (أرباح محجوزة) لها أفضلية على مصادر التمويل الخارجية، إضافة إلى ذلك، فإن النظرية الثانية تشير إلى أن اختيار الشركة لإصدارات أدوات ملكية يحمل في طياته رسالة إلى السوق مفادها أن أسعار أسهم هذه الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقيةSignal))التي تعلمها إدارة هذه الشركة فقط .وعليه فلمصدر التمويل الخارجي بالاقتراضOvervalued)) أفضلية على التمويل بالملكية.

الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال

أشارت نتائج العديد من الدراسات والأبحاث، والتي اختبرت هذه النظريات السابقة للشركات المساهمة العامة وانعكاساتها على أسعار أسهمها السوقية، إلى ما يلي:

١ .يؤدي إصدار أدوات الاقتراض إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المصدرة.

٢ .يؤدي إصدار أدوات الملكية إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.

٣ .يؤدي إصدار الأدوات المالية القابلة للتحويل (وخاصة السندات) إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.

تنسجم نتائج الاختبارات الميدانية السابقة جميعها مع توقعات نظرية الرفع المالي(المشار إليها سابقًا) باستثناء تلك المتعلقة بإصدار السندات القابلة للتحويل، فبالرغم من أن هذه الإصدارات تبدو وكأنها تزيد من درجة الرفع المالي للشركات المصدرة، إلا أنها تقابل بردة فعل سلبية من قبل السوق، دعا هذا التناقض الظاهري بين هذه النتائج ونظرية الرفع المالي كثيرًا من الباحثين إلى إجراء الدراسات لتفسيره، فأشارت دراسات ميدانية لاحقة أن السندات القابلة للتحويل تحمل في جوهرها خصائص أموال الملكية، وبالتالي فهي تؤدي إلى انخفاض الرفع المالي وليس إلى زيادته، ومن هنا فقد أعادت هذه الدراسة الانسجام بين نظرية الرفع المالي وردة فعل السوق تجاه هذا النوع من الإصدارات، أما نظرية المحتوى الإعلامي فالمتوقع أن تحمل جميع إصدارات الملكية أشارت (دلالات (سلبية للسوق وبالتالي تخفيض سعر سهم الشركة المصدرة، والعكس صحيح بالنسبة لإصدارات الدين، فقد أثبتت الدراسات التي اختبرتها صحة هذه التوقعات .ففي دراسة ترافلوس حول أثر نوع التمويل في عمليات الاندماج والانضمام على قيمة أسهم الشركات(Travlos, ١٩٨٧))

القابضة عند الإعلان عن الصفقة، تبين أن السوق يستجيب بشكل سلبي (أو إيجابي (لإصدارات الأسهم (أو السندات) في تمويل عمليات الاندماج .و باختصار فإن الدليل المتوفر حول تأثير نوع الإصدار التمويلي على قيمة أسهم الشركة بالسوق يؤيد ما ذهبت إليه توقعات النظريتين السابقتين (نظرية الرفع المالي ونظرية المحتوى الإعلامي) بخصوص أفضليات مصادر التمويل.

تكلفة رأس المال:

تكلفة رأس المال تعني تكلفة مصادر التمويل المختلفة والتي تستخدمها الشركة في تمويل استثماراتها طويلة الأجل ومن هذه المصادر، الإقتراض، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية والأرباح المحجوزة، ولحساب تكلفة رأس المال المرجحة أهمية كبيرة خاصة عند

استخدامها لتحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع المختلفة .فعند استخدام صافي القيمة الحالية يتم استخدام تكلفة رأس المال كمعدل خصم، أما عند استخدام معدل العائد الداخلي فيتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى نستطيع اتخاذ قرار بالاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

وفي كل الحالات فإن انخفاض تكلفة رأس المال يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة، وكلفة رأس المال التي يتم استخدامها هي تكلفة رأس المال المرجحة والتي يتم حسابها عن طريق إيجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وترجيحها بما يتناسب مع مجموع المصادر.

ولابد من الإشارة هنا إلى أن تكلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل هي عبارة عن العائد الذي يجب أن تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الشركة لتتمكن من تسويقها وقبولها من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، وبناءً على ذلك فإن تكلفة التمويل تختلف باختلاف مصدر التمويل بسبب اختلاف معدل العائد المطلوب والذي يتغير تبعًا لخطر الأوراق المالية الناتجة عن مصدر التمويل، إذ أن العائد المطلوب على الاستثمار يتناسب طرديًا مع خطر الاستثمار.

ومثال ذلك يعتبر التمويل بالدين عن الطريق إصدار سندات أرخص مصادر التمويل لأنها الأقل خطرًا من وجهة نظر المستثمر؛ لأن السندات تحصل على الفائدة قبل توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة والعادية، وفي حالة إفلاس الشركة فإن سندات الدين لها حق أولوية على غيرها من المصادر الأخرى، وبناءً على ذلك فالمستثمرون يطلبون معدل فائدة على السندات أقل من العائد المطلوب لشراء الأسهم العادية أو الممتازة.

كما أن معدل الفائدة على السندات عادة أقل من معدل الفائدة على القروض المصرفية إذا تساوت الآجال؛ لأن سندات الدين أكثر سيوله من القروض ويمكن تداولها في الأسواق المالية، إلا أنه لابد من الإشارة أنه إذا احتاجت بعض المؤسسات العاملة في الأسواق النقدية المتطورة إلى سيولة تقوم ببيع جزء من قروضها إلى بنك آخر بخصم من قيمتها الاسمية، إذ يتابع البنك المشتري عمليه تحصيل الفوائد وسداد القروض، أما

بالنسبة للأسهم الممتازة فانها أعلى تكلفة من الاقتراض، ولكنها أقل تكلفة من الأسهم العادية لأن الاستثمار في الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة من الاستثمار في السندات وأقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم العادية.

وسنقوم فيما يلي بحساب تكلفة كل من مصادر التمويل التالية:

١ .تكلفة الدين.

٢ .تكلفة الأسهم الممتازة.

٣ .تكلفة الأسهم العادية.

٤ .تكلفة الأرباح المحجوزة.

أولا :كلفة الديون

إن تكلفة الدين على الشركة هو عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للقبول باقراض الشركة.

وهناك عدة حالات لحساب تكلفة الديون منها:

أ .تكلفة القروض التي تسدد بالتقسيط حسب جدول زمني محدد.

ب .تكلفة الديون التي تستحق دفعة واحدة بعد فترة زمنية معينة.

ج .تكلفة الديون الأبدية (المستمرة).

أ .تكلفة القروض التي تسدد بالتقسيط حسب جدول زمني محدد:

في هذه الحالة إن تكلفة الدين تساوي معدل الخصم الذي يجعل قيمة القرض الذي تم الحصول عليه مساويًا للقيمة الحالية للفوائد المسددة زائد القيمة الحالية للمبلغ المسدد، ويتم استخدام المعادلة التالية لايجاد تكلفة الدين:

قيمة القرض الذي تم الحصول عليه = مجموع الفوائد + المبلغ الأصلي المقترض

١+ع)ن) ١+ع)ن)

وفي هذه الحالة فإن قيمة (ع) تمثل التكلفة الفعلية للقرض، ويمكن إيجاد قيمة (ع) عن طريق التجربة والخطأ .وبسبب صعوبة استخدام هذه المعادلة، ونحتاج إلى وقت طويل

لإيجاد قيمة (ع) خاصة، إذا كان القرض يسدد على عدد كبير من الأقساط، لذلك يمكن استخدام المعادلة التالية لايجاد تكلفة الدين مباشرة:

إجمالي الفائدة المستحقة × عدد دفعات تسديد القرض في السنة × تكلفة القرض (ع) =

٢(قيمة القرض الممنوح (إجمالي عدد دفعات القرض + ١

ف × ن ١ × ع = ٢

(أ (ن + ١

مثال:

اقترضت إحدى الشركات مبلغ ٢٠٠٠ جنيه سوداني بفائدة ٦ %سنويًا، وتم الاتفاق على تسديد هذا القرض على دفعات شهرية متساوية على مدى سنتين.

المطلوب :ايجاد التكلفة الفعلية لهذا الدين قبل الضريبة وبعدها إذا كانت معدل الضريبة ٤٠٪

ع = ٢ن ١ف

(أ(ن +١

١٢ دفعة في السنة (شهرية). = ن ١

٢٤٠ جنيه سوداني = .٢ × ٢٠٠٠ % × إجمالي الفائدة (ف) = ٦

٢٤ فترة= .٢ ×أ = ٢٠٠٠ جنيه سوداني. ن(عدد الدفعات) =١٢

٥٢.١١% = ٥٧٦٠ = ٢٤٠ × ١٢ × ع = ٢

٥٠٠٠٠ (١+٢٤)٢٠٠٠

وهي التكلفة قبل الضريبة الفعلية لهذا القرض، لذلك عند قياس تكلفة الدين لابد من استخدام التكلفة الفعلية لهذا الدين وليس معدل الفائدة الإسمية، ونلاحظ أن الفائدة الفعلية أكبر من الفائدة الاسمية والسبب في ذلك أن الشركة لم تستفد من كامل المبلغ طيلة الفترة؛ لأنها تبدأ بالتسديد مباشرة بعد أخذ القرض.

% ٩.٦.%) = ٤٠-١) % تكلفة الدين بعد الضريبة = ٥٢.١١

ب .تكلفة الديون التي تستحق دفعة واحدة بعد فترة زمنية معينة:

في هذه الحالة أيضًا تكون تكلفة الدين هي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للفوائد زائد القيمة الحالية للقيمة الاسمية للدين يساوي قيمة الدين، وهذه الحالة يمكن استخدامها لايجاد تكلفة السندات، والسندات إما أن تصدر بالقيمة الاسمية، أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار، وسنناقش كلاً من هذه الحالات على حداه.

١ .عندما تصدر السندات بنفس القيمة الإسمية:

تكون المعادلة الأساسية التي سيتم الاعتماد عليها في كل الحالات.

٢ .عندما تصدر السندات بعلاوة إصدار:

يتم - في هذه الحالة - بيع السندات بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، وتنشأ عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أقل من معدل الفائدة على السندات،وتعتبر هذه العلاوة تعويضًا للشركة عن فرق سعر الفائدة.

مثال:

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الإسمية ١٠٠٠ جنيه سوداني وبمعدل فائدة ١٠% ، وبيع السند بقيمة ١١٠٠ جنيه سوداني ومدة السند ٥ سنوات، فما هي كلفة هذا الدين قبل وبعد الضريبة إذا كان معدل الضريبة يساوي ٤٠٪؟

٣ .عندما تصدر السندات بخصم إصدار:

يتم - في هذه الحالة - بيع السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وتنشأ هذه الحالة عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أكبر من معدل الفائدة على السندات، لذلك يشتري المستثمر السند بأقل من قيمته الاسمية، ويسترده في تاريخ الاستحقاق بنفس قيمته الاسمية، ويعتبر ذلك تعويضًا للمستثمر عن فرق سعر الفائدة.

يلاحظ من الأمثلة السابقة طرح ٤٠ % من تكلفة الفائدة وهو معدل الضريبة، والسبب في ذلك أن مصروف الفائدة يخصم من الايرادات لغرض حساب ضريبة الدخل، مما يعني أن الدولة تتحمل جزءًا من الفوائد مساويًا لنسبة الضريبة المذكورة، لذلك فان الوفورات الضريبية تقلل من كلفة الدين.

ثانيًا :تكلفة الأسهم الممتازة:

إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم، وبما أنها أوراق مالية لا يوجد لها تاريخ استحقاق (أبدية)، وتوزع أرباحًا ثابتة، لذلك فإن العائد المطلوب في هذه الحالة يساوي التوزيعات مقسومة على سعر بيع السهم في السوق، وذلك بعد معالجة تكاليف الإصدار، وتكون معادلة تكلفة الأسهم الممتازة على النحو التالي:

مثال:

أصدرت إحدى الشركات أسهمًا ممتازة القيمة الإسمية للسهم ١٠٠ جنيه سوداني ويباع في السوق بنفس السعر، وقد بلغت مصروفات الإصدار ٥.٢ % وكانت الشركة توزع أرباحًا بنسبة ٧.١١ % فما هي تكلفة هذا السهم.

٧.١١ جنيه سوداني = ١٠٠ % × التوزيعات = ٧.١١

□١ ٥ ,٢.٪□ع١٠٠ =

١١ ,٧

□١٢ % وهي تكلفة السهم الممتاز=

ولا يحتاج حساب الكلفة هنا إلى معالجة ضريبية، لأن مقسوم الأرباح لا يعامل ضريبيًا على أنه ضمن المصروفات، بل يعتبر توزيعًا للأرباح الصافية.

ثالثًا :تكلفة الأسهم العادية:

إن تكلفة الأسهم العادية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم، ويتم استخدام المعادلة التالية لايجاد معدل العائد المطلوب.

مثال:

اشترى أحد المستثمرين سهمًا عاديًا لإحدى الشركات بسعر ١٠٠ جنيه سوداني، وكان يتوقع توزيع أرباح بمقدار ١٠ دنانير ومن المتوقع أن يصبح سعر السهم بعد سنة ١٢٥ جنيه سوداني، فما هي التكلفة الأولية للأسهم العادية؟

نلاحظ أن هذا السهم لم يتم إصداره وهو متداول في السوق، ومن الصعب تحديد تكلفة الإصدار، لذلك نسميها في هذه الحالة التكلفة الأولية.

١٠ = ت ١

س = ١٠٠

٢٥% = نسبة النمو = ٢٥

١٠٠

التكاليف = صفر

ع١٠٠ =

٣٥%% = ١٠٢٥ +

مثال:

أصدرت إحدى الشركات أسهمًا عادية ويمكن أن يباع السهم في السوق ب ٢٠٠ جنيه سوداني، ويتقاضى بنك الاستثمار نسبة ١٠ % مقابل أتعاب، من المتوقع أن يكون سعر السهم خلال سنة ٢٥٠ جنيه سوداني، وستوزع أرباح بمقدار ٢٠ جنيه سودانيا للسهم، فما هي تكلفة الأسهم العادية في هذه الحالة؟

٢٠ = ت ١

س = ٢٠٠

نسبة النمو٢٠٠ =

% ٢٥٠ □ ٢٥٢٠٠=

%التكاليف = ١٠

□١ ١٠٪□ع٢٠٠ =

٢٠

% = ١٨٠ □٢٥+

٣٦%.٢٠١١ + ٢٥٪ =

رابعًا :كلفة الأرباح المحجوزة:

كلفة الأرباح المحجوزة هي كلفة الفرصة البديلة المتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، وهي من الناحية النظرية تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية (الأسهم العادية)، ويمكن تشبيه التمويل عن طريق الأرباح المحجوزة وكأن الشركة قد وزعت الأرباح على المساهمين، وأصدرت لهم أسهمًا عادية جديدة، واشترت هذه الأسهم منهم دون اللجوء إلى بنوك الاستثمار، لذلك ستكون تكلفة الأرباح المحجوزة تساوي العائد المطلوب من قبل المساهمين للاستثمار في أسهم الشركة، و يمكن القول أنها تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية.

أما من الناحية العملية فإن تكلفة الأرباح المحجوزة قد تكون أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية، وبخاصة إذا كانت الأرباح الموزعة على المساهمين خاضعة لضريبة الدخل، وكذلك إعادة استثمار هذه الأرباح يحتاج إلى عمولة تدفع لشركات الوساطة، وبناء على ذلك يمكن القول بأن تكلفة

الأرباح المحجوزة أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية بواحد – نسبة الضريبة مضروبة بواحد ناقص معدل عمولة الوساطة، فتصبح تكلفة الأرباح المحجوزة كما يلي:

كلفة الأرباح المحجوزة = التكلفة الأولية للتمويل بالملكية) ١ -سبة الضريبة)) ١ -سبة العمولة)

مثال:

لو استخدمنا المعلومات الموجودة في المثال السابق عندما كانت التكلفة الأولية تساوي ٣٥٪

وأن نسبة الضريبة ٣٠ % وعمولة إعادة استثمار الأرباح تساوي ٥%، فما هي تكلفة الأرباح المحجوزة؟

(١-٥%)(%) ٣٠-١) % تكلفة الأرباح المحجوزة = ٣٥

=٣٥ × %٧٠ × %٩٥%

=٢٨.٢٣%

نلاحظ أن تكلفة الأرباح المحجوزة أقل من تكلفة الأسهم العادية، بسبب توفير الضريبة والعمولة على المساهمين، لذلك من المنطق أن يكون العائد المطلوب من قبل المساهمين أقل.

التكلفة المرجحة لرأس المال: Weighted Average Cost of Capital

تسعى إدارة الشركة عادة للوصول إلى الهيكل الأمثل لرأس المال الذي هو مزيج من المديونية والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحجوزة الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة.

ويمكن ايجاد التكلفة المرجحة لرأس المال عن طريق ايجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وحده، ثم ضرب هذه التكلفة في نسبة هذا المصدر إلى مجموع المصادر، ثم يتم جمع تكلفة كل العناصر التي تساوي بمجموعها التكلفة المرجحة لرأس المال.

أهمية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: WACC

نستطيع الخروج على ضوء ما ذكر في الفصول السابقة بنتيجة مفادها بأن تكاليف مصادر التمويل تختلف باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملا بالمقولة التي تقول بالعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة (كما سنرى ذلك في الفصول اللاحقة، وتقاس تكلفة مصدر التمويل اذ تكون من،((Internal Rate of Returnبالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل العائد الداخلي وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى عنده القيمة الحالية للعوائد النقدية المتوقع استلامها طيلة فترة اقتنائه للورقة المالية، إضافةالى مبلغ التمويل الذي زوّده أصلا للشركة.

ومع اختلاف الهيكل التمويلي من شركة لأخرى يختلف المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ويعتبر هذا المقياس ذا أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية الراسمالية للشركة،(WACC) فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار أو كمعيار،(Capital Budgeting) لرفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة .وبالتالي، فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة التي هى في الغالب محدودة، ومن هنا تنبع أهمية العلاقة بين الهيكل

التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى، ولتعظيم هذه القيمة، الذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيس، لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف.

الفصل الخامس

مفهوم الاستثمار في الإسلام

أولاً: مفهوم الاستثمار:

مفهوم الاستثمار في اللغه:

ان كلمه استثمار علي وزن استفعال، فهي مأخوذة من ثمر، ورد في اللغه العربيه، ان الثمر هو العمل الذي تخرجه الشجرة(١)، واثمر الشجر يعني ظهر الثمر، والشجر المثمر هو الذي فيه ثمر، الثمر هي النسل والولد(٢)، فالثمر ماينتجه الشجر، والولد ماينتجه الوالد، وان ثمر الرجل ماله بمعني نماة وكثرة،وثمار المال ماينتجه في اوقات دورية، والثمر يقصد به بلوغ(٣).

يعتبر الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية والفعالة على مستوى الاقتصاد القومي وعلى مستوى نشاطات رجال الأعمال على حد وسواء، ووردت تعريفات كثيرة للاستثمار ومنها:

يعرف الاستثمار (بأنه عبارة عن توجيه الموارد المتاحة من أجل المنفعة الكامنة في هذه الموارد)(٤).

وذلك لأن الموارد المتاحة تشتمل على إشباع الحاجات الأساسية والكمالية للإنسان وعند تأجيل الانتفاع من هذه الموارد في الوقت الحالي لوقت آخر يسمى هذه الاستثمار.

---

(١) أحمد بن محمد علي المقري، كتاب المصباح المنير، ج١ – ج٢، (بيروت: دار القلم، د ت)، ص١٦٥.

(٢) أبن منور، لسان العرب، ج٤، (بيروت: دار صابر، ١٩٨٨م)، ص١٠٧.

(٣) الطاهر أحمد الزاوي، ترتيب القاموس المحيط على طريقة المصباح المنير أساس البلاغة، المجلد الأول، ط٢، (بيروت: دار الفكر، ١٩٧٠م)، ص٤١٧.

٤ - مروان شموه، كنجو عبود، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)،

ومن الممكن أيضاً تعريف الاستثمار (بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة تعثره معينة من الزمن قد بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية) [١].

وذلك بتعويضه عن النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم وأيضاً عن المخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول تدفقات مالية مرغوبة فيها.

وهناك من يعرف الاستثمار (بأنه تضحية بقيم مالية مؤكدة في الحاضر في سبيل الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل) [٢].

بمعنى أن المستهلك يضحي في الوقت الحاضر بالانتفاع بجزء من دخله إلي وقت آخر لاحق، بدافع أو بهدف الحصول على منفعة أكبر من المنفعة التي يمكن الحصول عليها حالياً لأنه سيزيد نتيجة تشغيله واستخدامه.

ويمكن النظر إلي الاستثمار باعتباره (تضحية بقيمة مالية معينة من أجل قيمة وربما غير مضمونة) [٣].

وهذا التعريف شمل عوامل مهمة وجوهرية بالنسبة للاستثمار وهي القيمة والتضحية والوقت والعائد غير المؤكد والمخاطرة لأنها تؤثر فعال على متخذ القرار والاستثمار.

ويمكن القول بأن الاستثمار (هو عبارة عن توجيه المصادر الاستثمارية نحو مجالات معينة في فترة زمنية محددة بهدف استخدام هذه المصادر في هذه الفترة الزمنية المعينة لإنتاج سلعة أو خدمة في فترة لاحقة) [٤].

ويعني ذلك أن المصادر الاستثمارية التي تستخدم في الفترة الأولى لا يكون الهدف منها هو استهلاكها استهلاكاً نهائياً وإنما تستخدمها لإنتاج ما يمكن أن يعتبر لمستثمر فوائد

---

١ - المرجع السابق، ص٦.

٢ - المرجع السابق، ص٧.

٣ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م)، ص٢٨٠.

٤ - المرجع السابق، ص٢٨٠.

مستقبلية لاحقة.كما عرف الاستثمار بأنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلي الاستثمار وليس الاكتناز) [1].

بمعنى تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة ولا تقوم باكتناز الأموال بل يجب علينا توجيهها نحو الاستهلاك الذي يحقق لنا عوائد في المستقبل.

ويمكن تعريف الاستثمار بأنه (يقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل) [2].

أي التضحية بإنفاق أو إشباع رغبة حالية في سبيل الحصول على إشباع أو رغبة أو تعرض عن الإنفاق الحالي ولكن هذا غير مؤكد أي أنه احتمال حدوث خسارة أو ربح (غير مضمونة).

كما عرف الاستثمار (بأنه ارتباط مالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى طويل من الزمن) [3].

يرى الباحثون من خلال التعريفات السابقة أن أفضل وأشمل تعريف للاستثمار هو التعريف رقم ٣ والذي يعرف الاستثمار في ّأنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلي استثمار وليس الاكتناز).

وذلك لأنه يجب المستثمرين على توجيه وتشغيل أموالهم نحو الاستثمار والاستفادة منها وعدم تجميدها وكنزها وذلك لكي تحقق لهم عوائد خلال فترة زمنية قادمة.

وعرف الباحثون الاستثمار في شكله العام والأشمل في أنه: (عملية يتم من خلالها تنمية رأس المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع أو المجتمع سواء كان ذلك بالتعرف على الثروات الطبيعية واستغلال الجزء المتاح منها وذلك للمساعدة في إشباع الحاجات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة).

---

١ - محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة "أسهم – سندات – أوراق مالية"، الطبعة الأولى، (عمان: دار ومكتبة الحامد للنشر، ٢٠٠٦م)، ص١٥.

٢ - الموقع الالكتروني: www.jeeranchannels.com

٣ - فيصل محمود الشواوده، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (عمان: دار وائل لنشر، ٢٠٠٨م)، ص٣١.

مفهوم الاستثمار في الفكر الاقتصادي:

الاستثمار هو شراء او تكوين اصول انتاجيه كالمباني والمعدات وتجهيزات المصانع والالات والمركبات. وعرف الاستثمار بانه شراء كل من شأنه ان يؤدي الي زياده حقيقية في السلع والادوات الانتاجيه، فالاستثمار تيار من الانفاق علي الجديد من السلع الرأسماليه الثابتة مثل المصانع والالات االمواد الانتاجيه واضافه المخزون السلعي مثل المواد الاوليه والسلع الوسيطه والسلع النهائيه خلال فتره زمنيه معينه[(١)].

وعرف الاستثمار بأنه معدل التراكم الرأسمالي، اي انه اضافه الي الاصول الانتاجه.

مفهوم الاستثمار في الفكر المحاسبي:

هو اصل تحتفظ به المنشأة لتنمية ثروتها من خلال ما يتولد عنه من ايرادات من خلال التذايد في القيمه الرأسماليه لهذا الاصل، او من اجل حصول المنشأة المستثمرة علي منافع اخري وفيما عدا الاستثمارات العقاريه[(٢)].

إن الاستثمار ينطوي على زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب على بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

يرى الباحث أن:

١. إن الاستثمار في الفكر الاقتصادي يعني شراء وإحلال الأصول الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج والإنفاق سواء كان في شكل أصول رأسمالية أو مخزون سلعي.
٢. أن الاستثمار في الفكر المحاسبي يعني الاحتفاظ بالأصول من خلال ما يتولد عنها من إيرادات أو العائد عن بيع الأصول الرأسمالية وذلك من الفرق بين (شراء الأصل وعند البيع) الربح الرأسمالي.

---

(١) عبد الرحمن يسري أحمد، النظرية الاقتصادية الكلية "مدخل حديث"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٠م)، ص١٠٤.

(٢) لجنة المعايير المحاسبية الدولية، المعايير المحاسبية الدولية، (عمان: المجمع العربي للمحاسبين، ١٩٩٩م)، ص٤٩٣.

ثانياً: أهمية الاستثمار:

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي[1]:

١. مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثرة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.

٢. مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجي الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.

٣. مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.

٤. مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.

٥. مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخراجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.

٦. مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية[2].

٧. وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.

٨. مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحق هذه السياسة.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص١٠ -١١.

٢ - المرجع السابق، ص١١.

٩. مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها[١].

وتنبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي على مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية على الأخلاق في العملية التنموية وعلى مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال.أما على مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر على إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية قطاعات الاقتصاد الأخرى.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر على نمو إجمالي الناتج القومي وعلى التنمية الاقتصادية على وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات على نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلى نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلى كلا المستويين لا تختلف كثيراً.وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المحالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية[٢].

أهداف ومقومات الاستثمار:

أولاً: أهداف الاستثمار:إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص. ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف منها الآتي[٣]:

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص١١.

٢ - عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرياقض، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص٢٩٠.

٣ - عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرياقض، مرجع سبق ذكره، ص٣٠٠.

١. تقديم خدمة معينة للجمهور.

٢. تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.

٣. مكافحة البطالة.

٤. محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.

٥. تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي[١]:

١/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان.

فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقا لذلك.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً ١٠٠٠ ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع[٢].

٢/ تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو... ألخ.

ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر[٣].

---

١ - عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص٣٠٠.

٢ - المرجع السابق، ص٣٠٠.

٣ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص١٠ -١١.

٣/ تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة[١].

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة.

ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية[٢].

٤/ تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم.

والسيولة هي قدرة المشروع على الدفع أو قدرته على سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت.

وأيضاً قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

أ. الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.

---

١ - المرجع السابق، ص١١.

٢ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص١٣.

ب. الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية[1].

ج. الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق.

ومن هنا يمكن أن يشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصير الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيداً على تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النقد، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءاً على طلباتهم.

حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها على ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم[2].

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً على الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص

---

١ - المرجع السابق، ص١٤.

٢ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقض، مرجع سبق ذكره، ص٣٢٠.

الحصول على مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءاً على طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات[1].

وهناك أهداف أخرى منها الآتي:

١. تعظيم ثروة الملاك [2]:

إن الهدف الأساسي من الاستثمار في منشأة الأعمال هو تعظيم ثروة الملاك والذي يمكن ترجمته من خلال تعظيم أسعار الأسهم العادية للشركة أما هدف تعظيم ثروة الملاك في الفكر الإسلامي فيتمثل في تعظيم ثروة الملاك في ضوء الضوابط الإسلامية الواردة في الأحكام القطعية للشريعة الإسلامية.

٢. تعظيم ثورة الإقتصاد[3]:

إن تعظيم الثروة يزيد من ثروة الأمة لكل حيث يؤدي الإستخدام الأمثر للموارد إلي تراعى الثروة بالنسبة للإقتصاد لكل، وبالتالي يتحقق الهدف من الإستثمار المتصل في تعظيم ثروة الإقتصاد.

٣. توفير فرص العمل:

أن أشد ما يقلق حكومات دول العالم اليوم هو توفير فرص العمل، فالبطالة يمكن أن تتسبب في الكثير من المشاكل، وبما ان الدولة لا تستطيع توفير فرص عمل كافية ضمن مؤسساتها أو أجهزتها فإن الإستثمار يمكن أن يسد هذا النقص.

٤. تحقيق النمو الإقتصادي:

لكي يتحقق النمو الإقتصادي في أي مجتمع لا بد أن تتوافر ثلاثة مقومات أساسية هي تراكم رأس المال مشتملاً على كل من الإستثمارات الجديدة من الأرض والمعدات المالية والموارد البشرية.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص١٥.

(٢) سيد هواري وسعيد توفيق، الإدارة المالية قرارات الأجل الطويل وقيمة المنشاة (القاهرة)، مكتبة عين شمس، ١٩٩٨م، ص ٤١.

(٣) على عباس، الإدارة المالية، عمان: مؤسسة زاهر للنشر، ١٩٩٤م ص ٣٢.

٥. التكيف مع المعايير الدولية:

معايير المحاسبة الدولية ومعايير الشافيفة والفساد ومعايير الدين و قد تكون في مرحلة ما هدفاً من أهداف الإستثمار حتى بشتى المستأنف الدخول الأسواق العالمية، ولقد وضعت معايير جوزف ونماذج لبعض المنتجات والخدمات وأصبحت المنشآت الحكومية والخاصة في معظم دول العالم على معرفة بأهمية تطبيق نماذج الجودة الشاملة.

ثانياً: مقومات الاستثمار:

تتمثل مقومات الاستثمار في الآتي[1]:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن على المستثمر:

١. أن يضع جميع البدائل المتاحة.
٢. أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.
٣. أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.
٤. أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.
٥. أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

---

١ - محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل للنشر ولتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص٣٧.

كيفية استثمار المشروعات

الاستثمار أو التثمير هو طلب الحصول على الثمرة، وثمرة الشئ: ما تولد عنه. والمفهوم العام للاستثمار يراد به الإنفاق في الحاضر بغرض الحصول على عائد في المستقبل[١]. وينقسم هذا الإنفاق إلى الإنفاق الرأسمالي والإنفاق الجاري، فالإنفاق الرأسمالي هو ذلك القدر من الإنفاق الذي يتم تخصيصه في الوقت الحاضر، أملاً في الحصول على عائد في المستقبل. أما الإنفاق الجاري فهو ذلك القدر من الإنفاق الذي ستتم التضحية به في فترة معينة بغرض الحصول على عائد منه في الفترة نفسها[٢]

والمراد باستثمار المشروعات، إحداث النماء فيه، ولا يخفى أن معنى النماء في اللغة يطلق على الزيادة، وأن المال النامي هو الذي تلحقه الزيادة[٣]. وحيث إنَّ الغرض من المشروعات حبس المال والانتفاع من ثمرته، فهذا من أهم دواعي الاستثمارإذ لولا القيام بعملية الاستثمار لتعطلت منافع هذا المشروعات، ولن يحقق مفهوم الصدقة الجارية التي أطلقها رسول الله (ص)، وهنا يرد تساؤل مفاده: كيف يمكن استثمار المشروعات؟

وإذا أردنا مناقشة كيفية استثمار المشروعات فإن ذلك يستدعي التركيز على بعض المسائل المهمة المتعلقة بهذا الاستثمار وهي:

١- سياسات استثمار المشروعات.

٢- ضوابط استثمار المشروعات.

٣- معادلة استثمار المشروعات.

٤- منهج حساب القيمة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية.

أولاً: سياسات استثمار المشروعات:

السياسات هي الاعتبارات التي يجب مراعاتها عند التخطيط للاستثمار، وتنفيذ برامجه سعياً وراء تحقيق الأهداف العامة له. وسياسات استثمار المشروعات هي جزء من سياسات التصحيح الهيكلي لنظام الأوقاف، يراد منها رفع مستوى الأداء في دائرة النشاط الاقتصادي والاجتماعي. ويتطلب رسم مثل هذه السياسات تحديد الأطر العلمية والبرامج التنفيذية لها، وغير خاف أيضاً أن هذه السياسات تسعى إلى تحقيق أغراض

المشروعات، ولكن بدرجة عالية من الكفاءة الأداء، وعلى رأس تلك الأغراض تنفيذ شرط الواقف باستثمار الأموال الموقوفة وتوزيع عائداتها على الجهات المنتفعة منها. ولا شك أنَّ تحقيق مثل هذه الأغراض يعد مؤشراً كبيراً على مدى نجاح هذه السياسات، ودليلاً على كفاءة القائمين على إدارة الأوقاف.

ولكون السياسات يقصد منها عادة إما الحفاظ على مستوى معين من الأداء، أو تحسين هذا الأداء، لذا تحتاج كل إدارة وقفية أو ناظر على أموال المشروعات، إلى معرفة مستوى أداء استثمار أموال المشروعات، من أجل رسم السياسات الاستثمارية الناجحة. ولا ريب أن الأمر في هذه الحالة يتوقف على كيفية تشخيص أسباب ضعف أداء هذا الاستثمار، وهذا إنما يتم من خلال الإجابة على التساؤلات الثلاثة التالية وهي:

١- **الأول**: هل يتم استثمار المشروعات في سوق تسوده المنافسة أو عدم المنافسة؟

٢- **الثاني**: هل أُعْطِيَ المستثمر (القائم على أموال المشروعات) الفرصة الكافية للقيام بهذا الاستثمار؟

٣- **الثالث**: هل المنتفعون من استثمار المشروعات يستطيعون إشعار المسؤولين بالقصور في استفادتهم من عائدات هذا الاستثمار أم لا؟

ثانياً: ضوابط استثمار المشروعات:

قبل الدخول في عملية استثمار المشروعات، لابد من الإلمام الجيد بالضوابط التي يلزم أخذها في الاعتبار عند القيام بهذا الاستثمار. وهناك العديد من الضوابط الخاصة باستثمار المشروعات، أهمها:

١- أن يكون استثمار المشروعات في المجالات المعتبرة في الشرع. وهو ذلك الاستثمار الذي يشترط فيه أمران: الأول تحقيق المصلحة الشرعية من ورائه، والثاني أن يكون في المجالات المباحة التي يقبلها الشرع.

٢- العمل على إعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات المشروعاتية، وهي الدراسة التي تأخذ في اعتبارها الجوانب التسويقية والفنية والمالية والاقتصادية للمشروع، فكل مشروع استثماري مهما كان حجمه ومهما كان نوعه، لابد له

من بذل كل الجهد وإفراغ كل الوسع في عمل دراسة الجدوى، خاصة عندما يتعلق الأمر بمشروع وقفي، لأن الواقف إنما أوقف ماله بغرض الانتفاع منه، ودوام هذا الانتفاع لا يمكن – بعد توفيق الله تعالى – إلا بعد عمل دراسة جدوى اقتصادية موسعة.

٣- أن يسعى مدير المشروع إلى تحقيق الهدف من إدارة المشروعات إلى أن يعظم المنفعة الاقتصادية (الأرباح) لاستثمار المشروعات، مع اهتمامه بتحقيق المنفعة الاجتماعية أيضاً، وهنا ينبغي أن يدرك المستثمر لأموال المشروعات أن مسألة تعظيم الأرباح لابد أن تكون منسجمة مع تحقيق المنفعة الاجتماعية، وليس من الضروري أن تكون الأرباح مرتفعة بدرجة قد تفقد معها المنفعة الاجتماعية للمشروعات الاستثمارية. ومع ذلك لابد أن تكون هذه الاستثمارات المشروعات معتبرة في الشرع.

ثالثا: معادلة استثمار المشروعات:

يقصد بهذه المعادلة الكيفية التي يمكن من خلالها تعظيم المنفعة المترتبة على استثمار المشروعات، ولتعظيم هذه المنفعة كان لابد من توضيح التقسيمات المتعلقة بهذه المنفعة كما يلي:

المنفعة المتصلة بعين المشروعات والمنفعة المنفصلة عنها:

فأما المنفعة المتصلة بعين المشروعات فهي التي لا تنفك عن الأصل، وهذه نوعان الأول: ما لا يمكن بيعها بأي حال من الأحوال مثل منفعة المسجد، والثانية: ما يمكن بيعها بالإجارة لأن الإجارة بيع المنافع مثل تأجير الأرض الموقوفة أو المنزل أو المزرعة. أما المنفعة المنفصلة عن المشروعات، فلا إشكال في بيعها مثل الزروع والثمار التي تخرج من أرض المشروعات.

المنفعة الخاصة والمنفعة العامة:

المنفعة الخاصة هي التي يستهدف المشروع تحقيقها، وأما المنفعة العامة فهي الغرض من المشروعات الخيري. ولا شك أن الأولى ينحصر أثرها على الواقف وأولاده

أو أقاربه ثم على الفقراء بعد ذلك، بينما تعني الثانية ابتداءً نفع الفقراء والمساكين، والعناية بأماكن العبادة والمراكز الخيرية والدعوية وغيرها، ونتيجة لتطور المجتمعات الإسلامية، وتوسع مجالاتها ظهر ما يعرف بالمشروعات المشترك تجميع الأموال الموقوفة في أوعية متجانسة نسبياً ثم إعادة توجيهها إلى الأعمال الخيرية، مع ما قد يواجه هذا النوع من صعوبة الالتزام الدقيق بشروط الواقفين واختياراتهم في الجملة[1].

المنفعة المباشرة والمنفعة غير المباشرة:

فالمنفعة المباشرة هي التي تستهدف تحقيق إشباع مباشر لدى الجهات المنتفعة من المشروعات، مثل حصول الفقراء والأيتام على حاجاتهم من الغذاء والكساء مباشرة. أما المنفعة غير المباشرة، فهي التي تحقق إشباعاً ولكن غير مباشر. مثل حصول الأفراد المنتفعين من المشروعات على المدارس أو المستشفيات على فرصة الالتحاق بالتعليم، أو العلاج المجاني، وما يترتب على ذلك من تحقيق منافع اقتصادية، تظهر في تحسين مستوى الإنتاجية وارتفاع مستوى الدخل.

المنفعة الاقتصادية والمنفعة الاجتماعية:

ينصب هذا القسم على دراسة معادلة استثمار المشروعات. فالمنفعة الاقتصادية إنما يراد منها تحقيق أكبر عائد ممكن من الأرباح، بينما المنفعة الاجتماعية تعني تحقيق أكبر عائد اجتماعي يعود على الجهات المنتفعة.

ولا شك أن المنفعة الاقتصادية تسعى إلى تطوير المشروعات المشروعاتية، والتوسع في مجالاتها الاستثمارية، بهدف الحصول على أعلى عائد ممكن من الأرباح، أما المنفعة الاجتماعية فيقصد منها حصول المنتفعين على بعض المكاسب التي تسهم في تحسين وضعهم الاجتماعي.

منهج حساب القيمة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية

تعتبر معرفة القيمة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، من الموضوعات الأساسية لمعرفة الكيفية التي من خلالها يمكن استثمار المشروعات. وليس هناك محاولات – حسب اطلاع الباحث المحدودة – من قبل أساتذة الاقتصاد الإسلامي في سبيل

الوصول إلى هذه القيمة. لهذا نحاول أن نضع بعض التصورات حول رسم منهج احتساب هذه القيمة من خلال التعرف على أسلوب حساب التكلفة، وأسلوب العائد الاقتصادي للمشروعات الاستثمارية كما يلي:

- أسلوب حساب التكلفة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية:

وهو الأسلوب الذي يعمد إلى معرفة مقدار المبالغ العينية والنقدية التي يتم إنفاقها من مال المشروعات بعد المحافظة على أصله، وهي ما تعرف بالنفقات الجارية، حيث يتم تحويل جزء من أموال المشروعات للإنفاق على أعمال الصيانة والإصلاحات اللازمة، كذلك يهدف هذا الأسلوب إلى معرفة مقدار النفقات الرأسمالية التي تم تخصيصها للاستثمارات المشروعات والتي يؤمل أن تحقق عائدات في المستقبل.

كما ينبغي أن ياخذ هذا الأسلوب في اعتباره الإهلاكات التي تلحق بأصل المشروعات، وكذلك تكلفة الفرصة البديلة، حيث يقارن المشروعات بين وقف المال على أرض زراعية، وبين المشروعات على إنشاء مدرسة لتعليم أبناء الفقراء مثلاً:

ويمكن أن تمدنا دفاتر محاسبة المشروعات بالمعلومات اللازمة لحساب التكلفة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، إلى جانب التقديرات والتوقعات بشأن الاستثمار. ولئن كانت معرفة احتساب هذه التكلفة تتم من خلال تقدير المبالغ المصروفة، إلا أن ترشيد الإدارة المشروعات في الصرف يمكنها من أن ترفع من كفاءة حساب هذه التكلفة؛ لتكون أكثر واقعية.

- أسلوب حساب العائد الاقتصادي من المشروعات:

وهو الأسلوب الذي يعمد إلى احتساب العائدات الدورية المتوقعة وراء استثمار أموال المشروعات ويختلف توزيع هذه العائدات حسب الشروط التي تنص عليها حجية المشروعات، وذلك على النحو التالي:

- توزيع العائد حسب الجهة المنتفعة من المشروعات وتنقسم إلى:

١- العائد الذي يفيد الأفراد، ويعرف بالنفع الخاص.

٢- العائد الذي يفيد المجتمع، ويعرف بالنفع العام.

وقد يكون العائد مشتركاً بحيث يفيد الأفراد والمجتمع معاً، وهو ما يمكن أن نطلق عليه النفع المشترك.

- توزيع العائد حسب النظارة على المشروعات وينقسم إلى:

١- العائد الذي يفيد القائم على المشروعات ويعرف بمكافأة أو أجرة النظارة.

٢- العائد الذي يفيد إدارة المشروعات ويعرف بمكافأة أو نسبة الإدارة.

- توزيع العائد حسب الغرض الاقتصادي للمشروعات الاستثمارية وينقسم إلى:

١- العائد الذي يفيد أغراض الاستهلاك ويعرف بالقيمة الاستهلاكية للمشروعات الاستثمارية.

٢- العائد الذي يفيد أغراض الاستثمار ويعرف بالقيمة الاستثمارية للمشروعات الاستثمارية.

فعالية تمويل المشروعات

من أجل التوسع في عملية الاستثمار، فإن الأمر يحتاج إلى توفر الموارد الاقتصادية العينية والنقدية وهي ما تعرف بالتمويل، الذي يعني كل ما يستطيع الأفراد أو المجتمع أن يعبئه من موارد من أجل خدمة الأغراض الاستثمارية. وتنهج الدراسات الاقتصادية عند تناول موضوع التمويل إلى التصنيف بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وتؤكد على أهمية التمويل الداخلي، إذا كان الهدف منه دعم الاقتصاد الوطني والحفاظ على مقدراته الإنتاجية[١].

لقد لعب المشروعات دوراً أساسياً في تمويل القطاعات التعليمية والقطاعات الصحية إلى جانب تمويل المشروعات الدينية والدعوية اللازمة للتنمية، وهي المشروعات التي تستهدف بناء الإنسان روحاً وعقلاً وجسماً. ولم يقف الدور التمويلي للمشروعات الاستثمارية عند ذلك، بل ساهم في دعم المشروعات والأنشطة الاقتصادية الزراعية والصناعية والتجارية إلى جانب الخدمات.

إن المشروعات كمؤسسة تمويلية له القدرة على الفعالية في عملية التنمية، ويمكن أن تتحقق هذه الفعالية في فترة قصيرة للغاية، والسبب يمكن إرجاعه إلى ثلاثة معايير أساسية، هي[٢]:

١/ معيار التوافق:

حيث يقضي هذا المعيار بأن فعالية أسلوب التمويل تتوقف على مدى تواؤم أسسه، وأدواته، وغاياته مع طبيعة البيئة التي يطبق فيها، بما فيها من قيم وأنماط، وما تحتويه من تراكيب اقتصادية، ونفسية، واجتماعية، إذ أن تحقيق ذلك يجعل الجماعة تتقبل مضمون الأسلوب التمويلي، وتتعاون على تحقيقه، ومن ثم تزداد القدرة الكامنة في الصرح الاقتصادي على استثمار المال بصورة منتجة. ومقتضى هذا المعيار أنه من الأفضل أن يكون نموذج التمويل نابعاً من البيئة، لا مستورداً لها من بيئة مغايرة، وهذا ما يمكن أن يوفره المشروعات كمؤسسة تمويلية للمجتمعات الإسلامية كلها، تؤيد المشروعات وتحض عليه وتدعو له. ولهذا فمن الأَوْلَى أن تستعين حكومات المجتمعات الإسلامية في تمويل التنمية فيها، بما توفره لها مؤسسة المشروعات، والتي أصبحت تأخذ- في الوقت الحاضر- شكل المشروعات والصناديق والمصارف المشروعات، بدلاً من أن تسلك أساليب تمويلية، لا تحقق نظرة الإسلام للتمويل والاستثمار.

٢/ معيار القدرة على تعبئة الموارد:

ويستدعي هذا المعيار اعتبار أسلوب التمويل على كل الفوائض الاقتصادية المتاحة مهما تسترت. ويكتسب هذا المعيار أهمية من حيث أن مشكلة التمويل في المجتمعات الإسلامية ترجع إلى عدم تعبئة ما لديها من فوائض كامنة.

ونتيجة لغياب أساليب التمويل الإسلامية ومنها أسلوب المشروعات، ظهر الاعتماد على التمويل الخارجي، كذلك التركيز على الموارد المالية الأخرى مثل الضرائب والرسوم مما أثَّرَ سلبياً على قدرة تلك الأساليب التمويلية في تعبئة الفائض. فقد ترتب على الاعتماد على التمويل الخارجي أن تباطأ معدل الادخار المحلي في بعض البلدان

الإسلامية، إضافة إلى ذلك فإن الاعتماد على التمويل الخارجي ينصب على الموارد المالية فقط، مما أوجد مؤسسات تمويلية تعاني شللاً نصفياً في مقدرتها التمويلية، فمهما ازدادت فعالية تلك المؤسسات في تعبئة الموارد المالية فإن إهمالها للموارد البشرية معناه عدم تعبئتها للموارد الاقتصادية المتاحة، وهذا ما تستطيع مؤسسة المشروعات ان تقدمه للمجتمعات الإسلامية.

٣/ معيار القدرة على توظيف الموارد:

إن القيام بتعبئة الموارد يمثل خطوة تمويلية أولى تليها خطوة توظيف تلك الموارد، واستخدامها في إقامة الاستثمارات المتنوعة وشتى وجوه الإنفاق، وتبدو أهمية هذا المعيار من حيث الإمكانية المتزايدة لتسرب الفوائض إلى مسارب إنفاقية غير رشيدة. ومن حيث إن طبيعة توظيف الموارد تمثل محدداً لمدى فعالية حجم الموارد واستمرارية تواجدها فهذا ما يمكن لمؤسسة المشروعات- كمؤسسة تمويلية – أن تسعف المجتمعات الإسلامية به، والتي لا يقتصر دورها على تعبئة الموارد وتجميعها، وإنما قدرتها في توظيف تلك الموارد في المجالات الاستثمارية المتعددة والاقتصادية والاجتماعية وغيرها.

الآثار الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية

يستعرض هذا الجزء أهم الآثار الاقتصادية التي تتولد وراء توسع استثمارات المشروعات، ومشاركته في عملية التنمية الاقتصادية، وهي الآثار التي يمكن تحديدها من خلال النظر إلى الأهداف الاقتصادية التي يعلقها الأفراد والمجتمع على مجالات التنمية المشروعاتية، كما يمكن تحديدها من خلال دراسة العلاقة القائمة بين مجالات استثمار المشروعات والنظام الاقتصادي من جوانبه المختلفة: الإنتاجية والاستهلاكية والتوزيعية ومن خلال ما يمكن أن تؤدي إليه هذه العلاقة من آثار في النشاط الاقتصادي. وهذه الآثار الاقتصادية هي كالتالي:

أنواع الإستثمار:

تتمثل أنواع الاستثمار في الآتي [1]:

أولاً: الاستثمار المباشر:

الإستثمار المباشر يباشره المستثمر بنفسه ويمتلك المستثمر جزء أو كل الإستثمارات في المشروع بالإضافة إلي حقه في إدارة المشروع والرقابة عليه، كما عرف الإستثمار المباشر بأنه معبر توطيد للأموال والإدخارات المتاحة في إقتصاد ما، من قبل الأشخاص والمشورعات التي تنتمي لهذا الإقتصاد، في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسعار سندات أو أوراق تجارية.

ثانياً: الاستثمار غير المباشر[2]:

الإستثمار غير المباشر فيتم من خلال الإستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات ولا يكون للمستثمر الحق في إدارة المشروع.

أ. إستثمار أصول مالية وإستثمار أصول حقيقة من حيث طبيعة الأصول، الإستثمار نوعان الأول إستثمار أصول مالية، قد ورد

Financial Assests are those represented by apiece of paper where as real assets can be seen tonched

أما الثاني فهو إستثمار أصول حقيقية وهي إمتلاك اصل مادي على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل. [3]

ج) إستثمارات مكملة وإستثمارات بديلة وإستثمارات متعارضة:

هنالك أنواع أخرى للإستثمار حتى يتطور العلاقة بينها إستثمارات مكملة وذلك عندما يكون تنفيذ المشروع الإستثماري سوف يترتب عليه زيادة في المنافع المتوقعة من المشروع الآخر عن طريق تجارة إيرادات أو تخفيض تكاليف، أما الإستثمارات البديلة

---

(١) عبد القادر صالح محمود، حركة رأس المال العالمي والدول النامية، الخرطوم، بنك السودان، مجلة المصرف، العدد الثامن والثلاثون، ديسمبر، ٢٠٠٥م، ص٨.

(٢) منير إبراهيم هندي، الإستثمار في الأوراق المالية الإسكندرية، مشكاة المصارف ١٩٩٩، ص٥.

(٣) jane cow dell , investment ٥th edition (uk: the cib publishing)

فإنها عكس المكملة وبالتالي تنفيذ أحد الإستثمارات سوف يترتب عليه تقصى في المنافع المتوقعة من الإستثمار الآخر والإستثمارات المتعارضة عندما يكون قبول أحد الإستثمارات سوف يترتب عليه إنعدام المنافع المتوقعة من الإستثمار الآخر أو إستحالة تنفيذه. [1]

د) الإستثمار من حيث طبيعة النشاط والتوزيع الجغرافي:

تتنوع الفرص الإستثمارية في مجالات الإستثمار المخلفة كالإستثمارات العقارية والإستثمارات السياحية والإستثمارات الصناعية والإستثمارات الزراعية في جمهورية السودان، يصدر بنك السودان سنوية سياسات تنظيم أعمال المصارف خاصة في توجيه وتوزيع الإستثمار على القطاعات الإقتصادية، أما من حيث التوزيع الجغرافي للإستثمارات هناك إستثمارات محلية وهي الأصول والإستثمارات التي ينشئها أو يتولاها المتستثمرين في بلد المستثمر وإستثمارات خارجية وهي التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من البلد المستثمر على البلدان المضيفة للإستثمار. [2]

فهناك أنواع أخرى للاستثمار منها ما يلي:

- الاستثمار الكلي أو الإجمالي.
- الاستثمار الصافي.
- الاستثمار الإحلالي.

الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد على زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإحلالي[3].

---

(١) عبد الحميد محمود إدارة المخاطر الإستثمارية الطبعة ٥، ٢٠٠٠م الإسكندرية، نشأة المعارف ص ١٧.

(٢) أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الإستثمارية – الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٥م، ص ٩- ١٠.

٣ - محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٠م)، ص١٩.

الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عليمات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول على سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الاحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي[١].

الاستثمار الإحلالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول على أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي في المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة آجالاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها.

وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية على وجه العموم[٢].

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف على المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف على قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب انفاقية أساسية:

---

١ - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، (عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م)، ص٣٣.

٢ - رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص٣٠٠.

١. الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.
٢. الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.
٣. رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكنات والمعدات المختلفة والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلي ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كشراء براءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية، في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك [1]..

يرى الباحث أن إنواع الإستثمار تمكن السلطات الرقابية على المصارف ومن تنظيم نشاطها الإستثماري والمصرفي، وأن عرض الإستثمارات في قاعة المركز المالي للمنشأة يتم في مجموعتين، أصول متداولة وأصول ثابتة.

أهمية الاستثمار:

إن الاستثمار ينطوي على زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب على بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

١ - محمد عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص٤٧.

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي[1]:

١٠. مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثرة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.

١١. مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجي الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.

١٢. مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.

١٣. مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أ، يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.

١٤. مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخراجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.

١٥. مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية[2].

١٦. وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.

١٧. مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحق هذه السياسة.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص١٠ -١١.

٢ - المرجع السابق، ص١١.

١٨. مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها[١].

وتنبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي على مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية على الأخلاق في العملية التنموية وعلى مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال.

أما على مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر على إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية قطاعات الاقتصاد الأخرى.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر على نمو إجمالي الناتج القومي وعلى التنمية الاقتصادية على وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات على نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلى نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلى كلا المستويين لا تختلف كثيراً.

وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المحالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية[٢].

أهداف الاستثمار:

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص١١.

٢ - عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرياقض، مرجع سبق ذكره، ص٢٩٠.

ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف مثل[1]:

- تقديم خدمة معينة للجمهور.
- تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي:

١/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان.

فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقا لذلك.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً ١٠٠٠ ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع[2].

٢/ تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو... ألخ.

ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر[3].

---

١ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص٣٠٠.

٢ - المرجع السابق، ص٣٠٠.

٣ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص١٠ -١١.

وعلى هذا يتم ترتيب بدائل الاستثمار وفقاً لمقدار العائد الناجم عن كل نوع من هذه البدائل. فعلى سبيل المثال، لو كان لدينا عدد من المشاريع و أرباحها على النحو التالي:

جدول رقم (١-٣) يوضح كيفية اختيار المشروعات حسب الأرباح المحققة.

المشروع	الأرباح
A	١٠٠٠٠٠
B	١٥٠٠٠٠
C	١٦٠٠٠٠
D	٩٠٠٠٠

المصدر: عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م)، ص٣١٠.

ومع افتراض أن المبلغ المستثمر هو ثابت في كل المشاريع، ومع افتراض ثبات المؤثرات الأخرى فإن المستثمر سوف يختار المشروع C ومن ثم المشروع B ومن ثم المشروع A ومن ثم المشروع D.

٣/ تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة[1].

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة.

ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى

---

١ - المرجع السابق، ص١١.

زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية[1].

٤/ تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم.

والسيولة هي قدرة المشروع على الدفع أو قدرته على سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت.

وأيضاً قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

- الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.
- الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية[2].
- الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق.

ومن هنا يمكن أن نشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصير الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيداً على تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النفر، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءاً على طلباتهم.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص١٣.

٢ - المرجع السابق، ص١٤.

حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها على ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم[1].

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً على الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.

ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص الحصول على مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءاً على طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات[2].

الاستثمار عامل أساسي في تحقيق الزيادة في إجمالي الناتج القومي وفي تحقيق النمو الاقتصادي، ومن معالم الاستثمار الرئيسية زيادة الأصول الثابتة في المجتمع، وفي هذه المرحلة من تحدثنا عن الاستثمار لابد من توضيح بعض الحقائق عن الاستثمار، لأن الإشارة للاستثمار قد يفهم أكثر من معنى واحد فهناك عدة أنواع للاستثمار منها:

- الاستثمار الكلي أو الإجمالي.
- الاستثمار الصافي.
- الاستثمار الإحلالي.

---

١ - عبد الغفار جنفي، رسمية زكي قرباقض، مرجع سبق ذكره، ص٣٢٠.

٢ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص١٥.

الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد على زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإحلالي[1].

الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عليمات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول على سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الاحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي[2].

الاستثمار الإحلالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول على أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي في المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة آجالاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها.

وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية على وجه العموم[3].

---

١ - محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٠م)، ص١٩.

٢ - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، (عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م)، ص٣٣.

٣ - رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص٣٠٠.

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف على المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف على قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب انفاقية أساسية:

٤. الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.
٥. الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.
٦. رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكنات والمعدات المختلفة والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلي ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كشراء براءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية.

في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك[١]..

إن ثمة أنواعاً كثيرة ومختلفة للاستثمارات باختلاف النظر إليها وسوف نقوم بمحاولة تسليط الضوء على أبرز التصنيفات الاستثمارية.

١/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لآجالها:

أ/ استثمارات قصيرة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات قصيرة لا تزيد عن سنة كأن يقوم أحد المستثمرين بإيداع أمواله لمدة لا تزيد عن سنة أو يقوم بشراء أوزونات الخزنة

---

١ - محمد عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، ص٤٧.

أو سندات قصيرة الأجل، تهدف هذه الاستثمارات إلي توافر السيولة النقدية إضافة إلي تحقيق بعض العوائد وهي تتميز بتوافر سوق لتداولها وتتميز أيضاً بسهولة تحولها إلي نقدية وسرعته.

ب/ استثمارات متوسطة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، حيث قد تصل إلى خمس سنوات. ومثالها أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف لمدة خمس سنوات. أو أن يقوم بشراء أوراق مالية لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو استئجار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.

ج/ استثمارات طويلة الأجل: تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقاً لهذا النوع من الاستثمارات خمس سنوات فقد تصل إلى ١٥ سنة أو أكثر. ومثال هذا النوع من الاستثمارات تأسيس المشروعات. وإيداع الأموال لدى البنوك. الإكتتاب في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم. يكون الغرض الأساس من هذه الاستثمارات تحقيق عائد مرتفع من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة لفترة طويلة نسبياً[1].

٢/ تصنيف الاستثمارات وفقا للعائد الناجم من هذه الاستثمارات:

أ/ استثمارات ذات عائد ثابت:كأن يقوم المستثمر هنا بالاكتتاب في أوراق مالية ثابتة الدخل كالسندات والأسهم الممتازة وإيداع الأموال لدى البنوك

ب/ استثمارات ذات عائد متقلب :وهنا يكون العائد متغيراً من فترة لأخرى أو من مشروع لآخر، كأن يقوم المستثمر بالإكتتاب في أسهم عادية المتاجرة ببعض السلع والخدمات.

٣/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لقطاعات الاستثمار:

أ/ الاستثمار في قطاع الأعمال العام: يشمل الهيئات العامة ذات النشاط الإنتاجي سواء كان ذلك في شكل سلع أو خدمات ويستثنى من ذلك تلك التي تدخل في قطاع الوسطاء الماليين كالبنوك وشركات التأمين.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (القاهرة: الشكة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٥٦.

ب/ الاستثمارات في قطاع الأعمال المنظم: يشتمل على الشركات المساهمة و التوصية سواءً كانت تابعة للدولة أم للقطاع الخاص.

ج/ الاستثمار في قطاع الأعمال غير المنظم: يشتمل هذا القطاع على شركات الأشخاص من تضامن وتوصية بسيطة.

د/ الاستثمار في الجمعيات التعاونية:

هـ/ الاستثمار في قطاع الخدمات العامة: أي قطاع الدولة وما تقدمه من خدمات، ويشمل هذا القطاع على الخزانة والإدارة الحكومية والبلديات.

و/ الاستثمار في قطاع الأفراد: أي الأفراد والمنشات الفردية والهيئات المحلية.

ز/ الاستثمار في قطاع العالم الخارجي: يشتمل هذا القطاع على المنشآت والأفراد الذين يتعاملون مع مختلف القطاعات الخارجية.

ح/ الاستثمار في قطاع الوسطاء الماليين: يشتمل على المؤسسات العامة للتأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية ، وشركات التأمين.

ط/ الاستثمار في قطاع البنوك: أي الإيداع لدى البنوك أو الاكتتاب في السندات والأسهم التي تصدرها[1].

٤/ تصنيف الاستثمارات حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين

أ/ استثمارات المنشآت التجارية: أي الاستثمار في المنشآت التي تعتمد بالدرجة الأساسية على المتاجرة بالسلع والخدمات. وهذا النوع من الاستثمارات واسع الإنتشار في المجتمعات كافة وهو يسهل عملية التبادل بين مختلف الأنشطة.

ب/ استثمارات المنشآت الزراعية: أي الاستثمارات في المنشآت التي يعتمد نشاطها الأساس على زراعة مختلف أنواع المزروعات وجنيها في المواسم المحددة لها، وهي تعرف بارتفاع مخاطرها وانخفاض معدل العائد المتولد عنها نظراً لاعتمادها على الظروف الجوية والعوامل الطبيعية.

---

١ - رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص ص١٠ -١١.

ج/ استثمارات المنشآت الصناعية: أي المنشآت التي تقوم بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال.

د/ استثمارات المنشآت الخدمية: تعتمد على تقديم الخدمات المختلفة للجمهور مثل الماء والكهرباء والاتصالات والنقل.

هـ/ استثمارات المهن الحرة: كالحلاقين والنجارين والحدادين...إلخ.

و/ الاستثمارات العقارية: تقوم على امتلاك العقارات وبيعها أو إقامة المباني وتأجيرها أو بيعها.

٥/ تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعتها

أ/ استثمارات حقيقية أو عينية: تشتمل على الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة وتؤدي إلى خلق قيم جديدة.

ب/ استثمارات غير حقيقية أو مالية: لا تؤدي إلى خلق القيم وإنما الى إنتقالها من شخص إلى آخر لتمويل الأنشطة العينية.

٦/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لحجمها

أ/ استثمارات صغيرة: تتسم بصغر المبالغ التي يتم استثمارها. كذلك صغر المنشآت التي تقوم بالاستثمار من حيث: حجمها وعدد عمالها ومن حيث رأس مالها ونتائج أعمالها.

ب/ استثمارات كبيرة: تكون المبالغ المستثمرة فيها كبيرة. وتقوم بها منشآت كبيرة في: حجمها وانتشارها ورأسمالها عدد العاملين فيه ونتائج أعمالها[1].

٧/ تصنيف الاستثمارات وفقا لمن يقوم بها

أ/ استثمار شخصي أو فردي: يقوم به شخص واحد يتولى إدارة شؤون هذا الاستثمار من حيث تأمين الاحتياجات والعمل به والبيع، أو يقوم بالاكتتاب بالأوراق المالية. ليس واسع الانتشار لأنه من الصعب على شخص بمفرده أن يحيط بجوانب النشاط كافة.

ب/ استثمار مؤسسي: وهو الاستثمار الذي تقوم به مؤسسة أو هيئة أو شركة. هذا النوع هو الأكثر رواجاً وإنتشاراً بل وتطوراً وكذلك ذو أثر على الحياة الاقتصادية لمجتمع ما.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص١١ -١٢.

٨/ تصنيف الاستثمار وفقا لشكل الملكية

أ/ استثمار عام: تقوم به عادة الحكومة كونها مالكة لهذا الاستثمار. قد يسمى أيضا الاستثمار في القطاع العام أو القطاع الحكومي.

ب/ استثمار خاص: يقوم به الأشخاص أو الهيئات الخاصة باعتبارهم المالكين لوسائل الإنتاج فيه.

ج/ الاستثمار المشترك: يجمع ما بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص. يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية.

٩/ تصنيف الاستثمارات وفقا للجنسية:

أ/ استثمار محلي أو استثمار وطني: تكون جنسية المستثمرين فيه وطنية أو محلية سواءً كانوا أفراداً أم مؤسسات.

ب/ استثمار أجنبي: تقوم به الشركات والهيئات الأجنبية وتزايد دور هذا النوع من الاستثمارات وانتشاره الواسع في العديد من البلدان سيما في العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الحالي في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي والمالي[١].

مقومات الاستثمار:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن على المستثمر[٢]:

٦. أن يضع جميع البدائل المتاحة.

---

١ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص ص١٢- ١٣.

٢ - محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل للنشر ولتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص٣٧.

٧. أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.

٨. أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.

٩. أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.

١٠. أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

تعريفات العائد:

هناك عدة تعريفات للعائد ونتناول أهم التعريفات في ما يلي:

١) العائد هو ما يعود إلي الشيء ونقول عائد العمل نعني بها الأجور ونقول عائد الاستثمار نعني به الأموال الإضافية التي تعود إلي المستثمر زيادة عما أنفقه كما أن الربح الذي يظهر في قائمة الدخل هو عائد المشروع عن الفترة التي غطتها قائمة الدخل[١].

من ذلك التعريف السابق يرى ذلك الباحث أن عائد الاستثمار (هو الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة أو الفرق بين المنافع والتكاليف)[٢].

٢) أما في الاقتصاد فالعائد تسمية أخرى للكفاية الحدية لرأس المال فالعائد له دور أساسي في توجيه الأموال بين المشاريع القريبة والقطاعات الاقتصادية المختلفة[٣].

ففي نظام السوق يتجه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحاً وإلي القطاعات الجزية وأحجامها على المشاريع والقطاعات ذات العائد المنخفض.

---

١ - سليمان أو صبحا، الإدارة المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات للنشر - القاهرة، ٢٠٠٨م)، ص ص٤٤ -٥٠.

٢ - مرجع سبق ذكره، ص ص٤٤ -٥٠.

٣ - عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، ٢٠٠٤م، (د ن)، ص٩٩.

إن الربح الذي تسعى إليه المنشأة هو الربح المحاسبي الذي يعبر عنه بزيادة قيمة مبيعات المنشأة من السلع والخدمات وتخزينها وتسويقها[1] وتحمل الربحية في المنشأة أكثر من مفهوم ومعنى فقد تعني بالربحية طويلة الأجل والربحية قصيرة الأجل، فالربحية في المدى القصير (هي عبارة عن الإيرادات مطروحاً منها النفقات)[2].

أما الربح في المدى الطويل فله عدة مدلولات فهو: (إنا نصيب السهم من الأرباح المنخفضة أو العائد على الاستثمار أو العائد على حقوق الملكية) [3].

٣) أيضاً العائد هو: (المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأصوله بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه) [4].

٤) (هو المكافأة التي يتمنى المستثمر بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر عن أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل)[5].

مما سبق يتضح أن التعاريف الشامل هو التعريف رقم (١) وذلك للآتي:

لأنه أضاف إلي العائد بشكل عام بأنه يشمل جميع ما يعود على الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات والمظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يرى الباحثون أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشأة من أرباح بصرف النظر على مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم والسندات وذلك من الأرباح المنفقة أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

---

١ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، أساسيات الإدارة المالية، خالد بن عبد العزيز السهلاري، (الشامل للطباعة والنشر)، ١٤٣٠هـ، ٢٠٠٩م، ص١٢.

٢ - عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سبق ذكره، ص١٠٠.

٣ - مرجع سبق ذكره، ص١٠٠.

٤ - محمد مطر، إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع)، ٢٠٠٤م، ص٢٢.

٥ - مرجع سبق ذكره، ص٢٣.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أنواع العوائد:

١/ العوائد البنكية:

تتمثل هذه العوائد في الإيرادات البنكية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

☒ **إيرادات الفوائد:**

(هي مجموع الفوائد المكتسبة على كل أصول البنك، كالقروض والودائع لدى مؤسسات أخرى، والأوراق المالية، فهي إيرادات تنتج عن استثمار أموال البنك) [1].

أ/ فوائد الأرصدة الدائنة لدى المصارف العملية والمراسلين في الخارج:

حيث أنه عوضاً من أن يحتفظ البنك بالمبلغ عاطلة دون استخدام، فغنه يوزعها لدى أحد المصارف العملية التي تكون بحاجة إليها، ويحصل مقابل ذلك على فائدة بالسعر السائد في السوق، أما بالنسبة للأرصدة الدائنة لدى المراسلين في الخارج، فهي تتعلق بالتجارة الدولية فهناك بلاد تمنع عليها فوائد وأخرى لا تمنع عليها فائدة[2].

ب/ فوائد الفروض والسلفيات ومحفظة الأوراق المالية والتجارية:

حيث تمثل القروض والسلفيات أهم عنصر من عناصر إيرادات هذه البنوك، أما بالنسبة للأوراق المالية، من المصارف تستثمر جانباً من أموالها في شراء هذه الأوراق، وتتمثل أهم عناصر إيرادات الاستثمارات المالية في أرباح الأسهم، فوائد السندات، أرباح بيع الأسهم والسندات، أما الجزء الآخر الذي تحقق البنوك منه إيراد هو قيامها بخصم الأوراق التجارية، خاصة الكمبيالات المخصوصة[3].

---

١ - عبد الحميد مصطفى أبو نعام، أساسيات الإدارة المالية، مدرسة إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، (د ن)، (د ت)، ص٣٦.

٢- www.palstar.net

٣ - موقع سبق ذكره.

ج/ عمولات مقبوضة:

أهمها تلك التي يحصلها المصرف التجاري من فتح الإعتمادات المستندة. وإصدار خطابات الضمان وأيضا إيرادات خدمات الأوراق المالية مثل شراء أو بيع الأوراق المالية لمصلحة العملاء[1].

د/ عوائد الأسهم محصلة أو مدفوعة:

أ) معدل العائد المحتمل.

ب) معدل العائد المتوقع.

لأن العائد المحتمل غير مؤكد. فإنه من المفضل عمل توزيع احتمالي، بمعنى تقدير العائد المحتمل في ظل ظروف اقتصادية واحتمالات حدوثها، تم تقدير العائد المرجع بالاحتمالات والذي يسمى بالعائد المتوقع.

☒ **معدل العائد المطلوب:**

هو العائد الذي يطلبه (يأمل في تحقيقه) المستثمر حتى يقبل على شراء السهم. حيث أن العائد الخالي من الخطر هو سعر الفائدة الخالي من الخطر. أما بدل المخاطرة فهو جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه عن المخاطرة[2].

☒ **عوائد السندات محصلة أو مدفوعة:**

وهناك أكثر من مفهوم للعائد.

1. **العائد الاسمي:** أي سعر الفائدة المسمى في السند عند إصداره.
2. **معدل العائد المرتقب:** هو العائد المركب المتوقع تحقيقه طوال فترة السند حتى تاريخ استحقاقه، ويتم حسابه بالتقريب[3].

٢/ العوائد المباشرة وغير المباشرة:

عندما يتم إنتاج سلعة معينة فإن الهدف هو إشباع طلب خاص أو طلب عام. إن تقييم الاشباعات التي تتحقق مباشرة بالسلعة تسمى إشباع أولي ولكن إنتاج هذه السلعة

---

١ - www.palstar.net

٢ - موقع سبق ذكره.

٣ - موقع سبق ذكره.

والخدمات قد يساعد بطريق غير مباشرة على تحقيق أهداف أخرى لم تدخل في التقييم الأولي. وتسمى هذه العوائد الغير مباشرة على العوائد الأولى وعوائد غير مباشرة على العوائد الثانوية.

ويضرب لذلك مثل بأن العوائد الأولية لإنتاج الراديو و التلفزيون هو إشباع حاجة لها. و لكن انتشار الراديو و التلفزيون سيساعد على الإقلال من الأمية و عليه فلابد من أن يأخذ التقييم الاجتماعي ذلك في الحسبان[1].

٣/ عوائد إعادة التوزيع:

إذ كان إعادة توزيع الدخل أحد الأهداف القومية فإن الدور الذي يحققه مواطن غني له قيمة اجتماعية أقل من الدور الذي يحققه مواطن فقير. إن العوائد لأي مشروع إذن يجب تقيمه طبق لهدف إعادة توزيع الدخل[2].

٤/ العائد على الاستثمار:

ويسمى أيضاً العائد على مجموع الأصول: (وهو مقياس شامل للكفاءة ويسعى المديرون في المشاريع إلي زيادته لأنه يعبر عن مدى نجاحهم في إدارة الأصول وتسخيرها لتوليد الأرباح حيث أنه يعبر عن مدى قدرة المستثمرين في الأصول في توليد أرباح بالعادلة التالية[3]:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول المستثمرة}} \times ١٠٠\%.$$

٥/ العائد على القيمة الصافية:

أي العائد على أموال أصحاب المشروع أو العائد على حقوق المساهمين والمقصود بأصحاب المشروع أو المساهمين هنا (المساهمين العاديين أو حملة الأسهم العادية) (وهو مقياس شامل أيضاً تحرص إدارة المشروع على زيادته لأنه يعطي مؤشراً على مدى نجاحها في استثمار أموال أصحاب المشروع)[4]. ويقاس بالمعادلة التالية:

١- www.islamtin.go.frrum.net

٢ - www.islamtin.go.frrum.net

٣ - موقع سبق ذكره.

٤ - سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، رجع سبق ذكره، ص٢٦٨.

$$\text{العائد على القيمة الصافية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب المتاحة لحملة الأسهم العادية}}{\text{حقوق المساهمين العاديين}}$$

٦/ العائد الحقيقي أو العائد الجاري:

بعيد عن قدرة الجنيه المستثمر في شراء سهم المشروع على توليد الأرباح عند شرائه = $\frac{\text{صافي الربح الموزع للسهم}}{\text{سعر السهم في السوق}} \times$ ١٠٠٪.

٧/ عوائد غير قابلة للقياس:

هناك عوائد غير قابلة للقياس في الوقت الحالي حيث لا يمكن بسهولة وضع قيمة مالية له لذا كان هناك مشروع يحقق تخفيض لتلوث الجو فإنه من الصعب وضع حسابات دقيقة عن هذا النوع من العوائد.

طرق قياس العوائد:

العائد على حقوق الملكية:

يستخدم كتاب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة الصافية أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استقلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها، ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \times \text{١٠٠٪}$$

ويقصد بصافي الربح هو ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الأسهم العادية.

العائد على رأس المال:

وله تسميات مختلفة مثل العائد على الاستثمار أو العائد على إجمالي الأصول وهو مقياس آخر لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على استقلال الموجودات لتوليد الأرباح، ويمكن إيجاد العائد على رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times \text{١٠٠٪}$$

ويقصد بصافي الأصول، إجمالي الأصول مخصوماً منها الاستهلاك المتراكم، حيث يعبر الجواب عن قدرة الجنيه الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي (المحاسبي)[1].

العائد على السهم:

يقاس العائد على السهم بأحد المقاييس التالية:

١/ نصيب السهم العائد من الأرباح المحققة:

ويرمز له بالرمز EPS اختصاراً Earning Per Share وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام، وتبذل الشركات جهدها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم، ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) باستخدام المعادلة التالية[2]:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times ١٠٠٪$$

٢/ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: (DPS)

ويرمز له بالرمز (DPS) وهو اختصار للكلمات Share Dividends Per ويعتبر مقياساً أخر من مقاييس السوق، يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) لقاء وجود هذا السهم في محفظته ويمكن استخراجه كما يلي[3]:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

الربح الجاري للسهم:

يعتبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقيم السهم أن يقيس قدرة الجنيه سوداني الذي سيدفقه المستثمر ثمناً للسهم في حالة شرائه على توليد الربح، ويمكن استخراجه بالمعادلة التالية[1]:

---

١ - خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، (عمان: دار الميسرة، ١٩٩٩م) ص ص٣٧٨- ٣٧٩.

٢ - سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٨٢م)، ص ص٤٦ -٤٧- ٤٨.

٣ - علي عباس، الإدارة المالية، مؤسسة زهران للطباعة والنشر، الجامعة الأردنية، ١٩٩٤م، ص ص١٣٦- ١٣٧.

الربح الجاري للسهم = $\frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} \times ١٠٠٪$

وهناك علاقة عكسية بين الربح الجاري للسهم والقيمة السوقية، فإذا زادت القيمة السوقية للسهم هبط الربح الجاري له، والعكس من ذلك صحيح، والسبب هو أن القيمة السوقية يحددها عامل السوق (العرض والطلب) وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي مما يؤدي إلي ما يلي:

١. إعادة تقييم سمعة الشركة ومركزها المالي، من خلال توقعات المستثمرين لنتائج الأعمال التشغيلية، والأرباح التي ستوزعها، ونظراً لاختلاف النفقات التي تخدم مصالح بعضهم، مما يؤدي إلي التأثير على ارتفاع أسعار أو نقصانها بصورة مبالغاً فيها.
٢. تتأثر القيمة السوقية بالحالة الاقتصادية التي يمر بها السوق ففي حالة الكساد يؤثر التضخم على أسعار الأسهم[٢].

الربح لفترة الاقتناء:

عندما يقتني المستثمر سهماً كان قد إشتراه بثمن معين يبيعه بعد ذلك فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هو [٣]:

$\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \frac{\text{مايكون قد قبضة من أرباح أو فوائد}}{\text{سعر الشراء}} \times ١٠٠٪$

وهذا المقياس أكثر العائد واقعية.

وهناك أمثلة على طرق قياس العائد:

مثال على العائد على الاستثمار أو على مجموع الأصول:

إذا كانت أرباح الشركة الصافية بعد الضرائب (١٠) ألف جنيه ومجموع الأصول فيها (أو مجموع الأموال المستثمر فيها) يساوي (٣٢٠) ألف جينة[١].

---

١ - علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص١٣٨.

٢ - سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص٤٨.

٣ - سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره.

المطلوب:

استخراج العائد على الاستثمار:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠٪$$

$$= \frac{٤٠}{٣٢٠} \times ١٠٠٪ = ١٢,٥٪$$

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

إذا كان عدد الأسهم العادية في المثال السابق (٤-٢) (١٠٠) ألف سهم فالمطلوب هو استخراج EPS.

الحل

الأرباح الخاصة بجملة الأسهم العادية = ٦٠-٤٠ للأسهم الممتازة = ٥٦ ألف جنيه.

$EPS = \frac{٥٦}{١٠٠} =$ ٠,٥٦ جنيه[٢].

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

إذا أرادت الشركة في المثال السابق (٤-٣) أن توزع ١٥٪ أرباحاً على الأسهم العادية وكانت القيمة الإسمية للسهم العادي جنيهاً واحداً استخرج نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة[٣].

الحل:

١٥٪ × ١ جنيه القيمة الاسمية = ٠,١٥ جنيه نصيبه من الأرباح الموزعة.

مثال الربح الجاري للسهم:

بالرجوع إلي المثال السابق إذا كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة (٠,١٥) جنيه ويباع في السوق بسعر (٣) جنيه استخرج ربحه الجاري[٤].

---

١ - مرجع سبق ذكره.

٢ - سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره.

٣ - مرجع سبق ذكره.

٤ - مرجع سبق ذكره.

الحل:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيبه من الأرباح الموزعة}}{\text{سعره في السوق}} \times ١٠٠٪$$

$$= \frac{٠.١٥}{٣} \times ١٠٠٪ = ٥٪$$

مما سبق يتضح أن التعريف الشامل هو التعريف رقم (١).

وذلك للآتي:

أنه إضافة أن العائد بشكل عام هو الذي شمل جميع ما يعود عليه الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات أو المظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يرى الباحثون أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشاة من أرباح بصرف النظر عن مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم في السندات وذلك من الأرباح المتفق أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أهمية العائد:

تتمثل العوائد الهدف الأساسي للمنشآت التي تسعى إلي تحقيق أرباح تزيد ممن تكاليفها والتزاماتها المطلوبة منها ومن ناحية المساهمين فإن العوائد تمثل لديهم كل ما يوزع على المساهمين من أرباح ثانوية بالإضافة إلي الربح الرأسمالي الناتج عن الزيادة في القيمة السوقية بسعر السهم.

أما من جهة منشآت الأعمال فإن الربح يمثل لهم أهمية كبيرة لأن الهدف الأساسي الذي قامت عليه هذه المنشآت هو تحقيق أكبر قدر من العوائد فإنه يعني أن تزيد المخرجات عن المدخلات وهو ما يعبر عن الكفاءة الاقتصادية وهنا يجب على

الإدارة اتخاذ القرارات التي تعمل على الاستقلال الأمثل للموارد المتاحة حتى تتمكن من زيادة الأرباح الكلية للمنشأة[1].

كما أن للعائد أهمية كبير في تحديد قيمة المنشآت السوقية كما له المقدرة على ضمان سير عمليات المنشآت في المسار الصحيح وذلك لأنه قادر على ضمان تسديد التزامات المنشأة مع وجود فائض يغطي أية الأرباح المتفق علي تسديدها للمساهمين.

وللعائد أهمية كبيرة أيضاً فهو الأساس الذي يرتكز عليه تحديد الاستثمار الراد الاستثمار فيها فيتم اختيار الأرباح لزيادة الربحية الاقتصادية للوحدة أو المنشآت [2].

كما أن للعوائد أهمية كبيرة بالنسبة لكل مراحل النشاط الإنتاجي والخدمي وذلك لأن الدائنين يهمهم معرفة كيفية استعمال الشركة مصادر الربحية لتستطيع في المستقبل دفع الفوائد وأصل القرض.

كما أن الملاك يهتمون أيضاً بمقدار العوائد المحققة في الوحدة الاقتصادية ومقدار ربحيتها الاقتصادية حتى تصبح قيمة الأسهم أكثر ارتفاعاً مما يعود عليهم بالمنفعة.

لذلك يتوجب على الإدارة أن تظهر أنها قادرة على إدارة أصول الشركة وتحقيق أهدافهم ومطالبهم، ولأن الإدارة الفعالة هي القادرة على مقابلة تنبؤات الربحية لمالك الوحدة الاقتصادية وكل الجهات التي يهمها هذا الأمر يتم تعميمها على كل أرجاء الشركة.

وذلك لأن المدراء يسعون دائماً لتحقيق هذه الأهداف وتحقيق سقف الأمان من الربحية لضمان بقاء الشركة واستمرارية أعمالها [3].

كما يعتبر العائد مقياس واحد للنجاح، بحيث له المقدرة على المقارنة والحكم وذلك في تحديد النتيجة من بيان علاقة الربح والأصول المستخدمة [4].

---

١ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: الشامل للطباعة والنشر، ٢٠٠٩م)، ص١٢.

٢ - الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net (٢٠١١/٣/٤).

٣ - الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net (٢٠١١/٣/٤).

٤ - شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٧١م)، ص ص٥١ -٥٢.

أهداف العوائد:

أحد أهداف المحاسبة هو تحديد نتيجة أعمال الوحدة الاقتصادية من ربح أو خسارة وذلك بمقارنة الإيرادات بالنفقات والمصروفات والأعباء التي تحملتها الوحدة وذلك لأن العاملان الأساسيات في تحديد العائد هما الإيراد والمصروف لابد من أخذهما في الاعتبار عند تحديده [1].

وتتمثل أهدافه في الآتي:

أولاً: قياس أداء الإدارة فمقياس العائد يعتبر أداة مقبولة ومتزايدة الاستخدام وذلك لأن هدف العائد على الاستثمار يعترف بقيمة رأس المال لأصحاب المشروع واستخدامه بفائدة في نواحي أنشطة مختلفة ولأن رأس المال قلما يكون متاحاً للمشروع بكميات غير محدودة، وأيضاً لأنه يحدد ربحاً على الاستخدام الاقتصادي لرأس المال في المشروع، كما أن استخدام العائد كمقياس للأداء يشير إلي طرق فسيحة لتحسين الأداء ولأن فكرة العائد على الاستثمار تتمتع بدرجة كبيرة من الفعالية الإدارية لوضوحها ويمكن تطبيقها في جميع عمليات وأقسام الإدارة الداخلية بالمشروع.

ثانياً: تحقيق أكبر قدر من الأرباح إلي رأس المال وذلك لاستبعاد التوسع غير السليم من جانب المديرين وذلك عندما يتأكد المديرين أنه يتوقع معدل معين من كل توسع لذلك يكونون أكثر حذراً.

ثالثاً: يعتبر العائد أداة للرقابة وأداة أيضاً للتخطيط لذلك يهدف من استخدامه إلي التوصل لقرار سليم عند اتخاذ بخصوص التوسع في الأصول وتحديد معدل عائد مناسبة لها [2].

رابعاً: الزيادة في تحقيق الأرباح بهدف إظهار كفاءات الإنتاجية.

خامساً: يهدف أيضاً إلي تحديد السوق الذي تعمل فيه المنشأة من مجموعة أسواق وذلك لأن العمل في سوق احتكاري يحقق ربح أكبر من العمل في سوق المنافسة بعد دراسة وافية لمجموعة الأسواق.

---

١ - عبد الفاتح الصحن، عمر حنين، دراسات في المحاسبة المالية، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ١٩٨١م)، ص٢٢.

٢ - شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، مرجع سبق ذكره، ص ص٤٢ -٤٤.

سادساً: المحافظة على استقرار الإنتاج إذا كان هدف الإنتاج هو الهدف الرئيسي الذي تقوم عليه المنشآت.

سابعاً: المحافظة على التعهدات التي التزمت بها الشركة على الغير وقضاء التزاماتها الواجبة عليها.

ثامناً: يعمل العائد على استمرارية الشركة في القيام بأعمالها وهذا من شأنه أن يوسع من أعمال الشركة ويؤدي ذلك إلي توفير أكبر لفرص العمل وتقليص معدلات البطالة وخاصة في منشآت القطاع العام.

تاسعاً: رفع معدلات نمو المبيعات والأصول والقيمة المضافة للشركة في المدى الطويل والمحافظة على نصيب الشركة النسبي في السوق وزيادة قدرتها على تحقيق الأرباح في الأجل الطويل وبالتالي زيادة مقدرتها الاحتكارية في السوق وزيادة مقدرتها على رفع الأسعار دون أن يؤثر ذلك على حجم المبيعات، وبالتالي يؤدي ذلك لزيادة الاستقرار في عوائد المنشآت وزيادة تنويع أنشطتها.

عاشراً: ضمان تعظيم الربح الاجتماعي وتدنى التكلفة الاجتماعية للمشروعات[١].

المخاطر:

تعريفات المخاطر: وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر على أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها) [٢]. وهذا التعريف على الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة) [٣].

---

١ - الموقع الالكتروني: www.palstar.net (٢٠١١/٣/٤).

٢ - مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، (القاهرة: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م)، ص١٠.

٣ - الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م)، ص٤٧.

وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة) [١].

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق) [٢].

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد) [٣].

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف ناين Khight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر) [٤].

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلي خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف على أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلي كمي قابل للقياس) [٥].

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) على أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن على مستوى أعلى من المخاطرة.

---

١ - مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سبق ذكره، ص٤٧.

٢ - فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، (الرياض: دار المريخ، د ت)، ص٣٥.

٣ - محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، (القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص١٢.

٤ - محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سبق ذكره، ص١٢.

٥ - عثمان بابكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر (الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م)، ص١٠

وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل[1].

نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً) [2]. والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.يرى الباحثون أن أشمل وأفضل تعريف من التعريفات السابقة هو التعريف الثامن وذلك لأنه شمل على أن المخاطر هي الخطر وهي أيضاً عدم التأكد المتعلقة بالعائد على الإدارة الاستثمارية.

ومن خلال التعريفات السابقة يرى الباحثون أن المخاطر هي احتمال وقوع خسارة والتي قد تكون بدرجات مختلفة حسب طبيعة كل نوع من الاستثمار.

تصنيفات المخاطر وأنواعها:

بأن مفهوم المخاطر مرتبطاً بحالة عدم التأكد والتنبؤ الدقيق بما يستجد من أحداث وتطورات مستقبلية على ضوء المتغيرات وعدم دقة البيانات والمعلومات الإحصائية المتاحة ولذلك ارتباط مفهوم الاستثمار والعائد بالمخاطر بشقيها النظامية وغير النظامية أي المنتظمة والغير المنتظمة على حد سواء وذلك تبعاً للتصنيف التالية:

أولاً: المخاطر المنتظمة:ويعتبرها بعض المحللين مخاطر كلية لكونها تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظم المالي العام، وليس المشروع الاستثماري بحد ذاته دور رئيسي فيها، فهي تؤثر على المستثمرين كافة دونما استثناء والتنوع الاستثماري حيالها ليس حلاً جذرياً وإنما يخفف من حدتها بقياسها ببعض المعاملات والمعايير.

---

١ - عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية - الجزء الأول (القاهرة: د ن، د ت)، ص١٣٥.

٢ - ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى (عمان: دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م)، ص٣١٦.

وتعد التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات لهذه المخاطرة المنتظمة ويكون دورها بأحداث تحرك في أسعار معظم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويكون هذا التحرك بالاتجاه نفسه لذلك تكون مبيعات، الشركات ذات مستوى المخاطرة المنتظمة المرتفع وأرباحها وأسعارها مرتبطة ارتباطاً كبيراً مع تحركات السوق[1].

وتتمثل في الآتي:

١/ مخاطر أسعار الفائدة:لتقلبات أسعار الفائدة أثرها على أرباح المستثمر، فلو فرضنا أن شخصاً وظف أمواله في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة، فإن ذلك سوف يؤثر سلباً على حجم العائد. ومن هنا فكثرة التذبذب في أسعار الفائدة يعمل على زيادة الفجوة والفرق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين انخفاض وارتفاع لسعر الفائدة، مما ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستثمر وضع المستثمر أي أنها مخاطر تعترض الموقف المالي للصرف لمتغيرات في أسعار الفائدة.

ونلاحظ أنه كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما اتجه أو توجه المستثمرين نحو الودائع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون مخاطرة مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة هي مقدار المخاطرة، ذلك الأمر الذي ارتفعت أسعار الفائدة على السندات سيتوجه المستثمرين للتعامل بها على حساب الأسهم مما يعظم مخاطرة الأسهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات[2].

٢/ مخاطر السوق:

إن تعرض السوق للهزات والانهيارات المفاجئة وتقلب أسعاره فجأة بالانخفاض سيؤثر على المتعاملين نتيجة عمليات المضاربة التي تعمل على عدم الاستقرار وتؤثر على

---

١ - حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، (عمان – الأردن: دار زهران للنشر، ١٩٩٩م)، ص ص٣١٦- ٣١٧.

٢ - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، ٢٠٠٨م)، ص٣١٨.

أحجام التداول تبعاً لسلوكيات المستثمرين التي ستعكس على السوق، فمخاطر السوق العامة تكون في الأسعار وفي السياسات على المستوى الاقتصادي ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها.

تعكس مخاطر السوق إدراك المستثمرين واستيعابهم لمعلومات معينة قد تكون خاصة بحوادث ملموسة، كتوقع انخفاض الأرباح للشركات أو توقع انخفاض سعر العملة أو توقع حدوث كساد، بالمقابل تتعلق الحوادث غير الملموسة بسيكولوجية التي تتعلق بردود الفعل غير المبنية على أساس منطقي من طرق المستثمرين، أو أحياناً ردود الفعل المبالغ فيها لحوادث معينة[1].

٣/ مخاطر التضخم والائتمان:

إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقود سيؤدي إلي انخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية، الأمر الذي يؤدي إلي مأزق مالي وربما عسر مالي كذلك لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية نتيجة الاقتراض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة، نظراً لتغير القوة الشرائية للنقود، لأن كل ارتفاع في معدلات التضخم يعني انخفاض في القوة الشرائية مما يدفع المستثمرين للتنازل عن أسهمهم وسنداتهم خوفاً من انخفاض أكبر قد يتحقق يكبده خسائر أكبر هي المخاطرة المتوقعة[2].

٤/ مخاطر السيولة:

تنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقليل مقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته التي حانت آجالها.

ومن ذلك السرد السابق، نصل إلي أن المخاطر المنتظمة تتسم الخصائص التالية:

أ. تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.

---

١ - طارق خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر لتحليل (د ن – ١٤٢٣هـ - ٢٠٠٣م)، ص ص٢٦ -٢٧.

٢ - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص٣١١.

ب. تؤثر في جميع الشركات لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.

ج. لا يمكن تجنبها بالتنويع.

د. يمكن قياسها بمعامل بيتا[1]. Beta Coefficient

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر التي تنشأ ن طبيعة ونوع الاستثمار وليس من طبيعة النظام المالي العام مما يجعلها خاصة بالمشروع وتأتي نتيجة بعض التعاملات الاستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دون غيره، ولذلك يمكن تجنب هذه المخاطر وتفاديها من خلال التنوع الاستثماري وحسابها بالانحراف المعياري.

وذلك فإذا كانت المخاطر المنتظمة مخاطر عامة فإن المخاطر الغير منتظمة مخاطر خاصة تختص باستثمار معين دون غيره فتؤثر على سعر سهم المشروع، ومن هنا يجب تنويع الاستثمارات وإدارة قدر كبير من المخاطر غير المنتظمة والتي تتمثل أساساً في:

١/ مخاطر النشاط الصناعي:قد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين فيه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي، ومثال لذلك التطور العلمي وظهور أنواع منافسة والمعدات المستعملة مما يؤثر على المشروع وإنتاجيته بالمقارنة مع غيره من المشاريع في ذات المجال[2].

٢/ مخاطر قانونية واجتماعية:كثيراً ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتقوم بتأميم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمرين، ناهيك عن بعض العادات الاجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دور كبير كذلك.

---

١ - حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سبق ذكره، ص٤٥.

٢ - ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، (عمان: دار وائل لنشر، ١٩٩٩م)، ص٣٢٠.

٣/ مخاطر إدارة ومالية:غالباً ما تكون نتيجة سوء التخطيط والتنبؤ لعدم كفاءة القائمين على إدارة المشروعات واتخاذ القرارات السليمة، فيؤثر ذلك سلباً على نسبة السيولة فتتضاءل مما لا يمكن الشركة من الالتزام بما عليها من واجبات.

يمكن تحديد مستوى المخاطرة المالية بالنظر مباشرة إلي هيكل رأس المال الذي يعني مباشرة إظهار مستويات الدين لدي الشركة ودرجة استخدامها للأموال المفترضة في عملياتها[١].

٤/ المخاطر التشغيلية:هي مخاطر تشغيلية ناجمة عن البيئة التشغيلية للشركة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، ويمكن أن تعزى المخاطر التشغيلية لعوامل داخلية تنعكس في درجة الكفاءة التشغيلية للشركة في استخدام الموارد المتاحة، وهذه العوامل الداخلية تكون غالباً ضمن سيطرة الإدارة.

أما المخاطر التشغيلية الخارجية فهي تعزى في الغالب لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة وتمثل هذه العوامل غالباً بالأوضاع الاقتصادية العامة، لذلك نجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.
- تؤثر أن وجدت على المنشأة المعينة.
- يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلي الصفر تقريباً.
- مقياسها المطلب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف[٢].

ثالثاً: المخاطر المختلطة:

هي التي تجمع بين مظاهر وأسس المخاطر المنتظمة والغير منتظمة وتتكون من:

١/ مخاطر الدفع التشغيلي:

وهي مدي استخدام التكاليف الثابتة كالاستهلاكات ومرتبات الإدارة وغيرها في عمليات الشركة.

---

١ - طارق خان وحبيب أحمد، مرجع سبق ذكره، ص٤٧.

٢ - حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص٥٠ -٥١.

٢/ مخاطر الدفع المالي:

وهي مدي نسبة التكاليف الثابتة كفوائد الديون إلي التكاليف الكلية فإذا كانت درجة الدفع المالي في شركة ما مرتفعة فأن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلي انخفاض أكبر في صافي أرباحها[١].

أهمية إدارة المخاطر:

إن إدارة المخاطر باتت من أهم الموضوعات الساخنة بالنسبة للشركات التي فرضت الأزمة المالية العالمية وجودها علي جدول أعمال الشركات، والمخاطر قد تكون دورية أحياناً نتيجة تبني سياسات وإستراتيجيات تعتمد علي معدلات عالية من المخاطر.

إن إدارة المخاطر لم تعد تقتصر علي جدول أعمال الشركات فقط بل باتت سنداً أساسياً في تقييمات شركات التصنيف العالمية التي تعتمد بشكل أكبر في تصنيفاتها على إدارة المخاطر وتعتبرها متطلبات أساسية ينبغي تحقيقها، وإن غياب المخاطر في الفترة السابقة عن الشركات دفع أكبر ألف شركة عالمية إلي خسارة ٢٠٪ من قيمة أسهمها خلال الأزمة الأخيرة، لذلك على الشركات الاستعداد للمخاطر الداخلية التي قد تواجه أي شركة إضافة إلي المخاطر الخارجية التي يكون لها تأثير أكبر في أغلب الأحيان[٢].

والمخاطر ليس دائماً سيئة بل كثير من الأحيان تتحقق عوائد مرتفعة للشركات لكن يجب النظر إليها على أنها شيء يمكن التعامل معه وحماية الشركات منه وأنه من المهم جداً أن تراعى الشركات مسألة القدرة على الانتفاع من الفرص والاستعداد على تحمل خسائرها[٣].

جاءت أهمية إدارة المخاطر من أن النشاطات الأعمال دائماً ما تتعرض للمخاطر لذلك فإن اختيار المحفظة ما هو إلا لتعظيم العائد المتوقع الكبير (يقاس بالوسط الحسابي) فقط بالدخول في مزيد من المخاطر وعلى ذلك فإن المعضلة التي تواجه المستثمرين هي إيجاد التوليفة المثلى من المخاطر والعائد.

---

١ - ناظم محمد نودي، مرجع سبق ذكره، ص٣٢١.

٢ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م)، ص٣٣٧.

٣ - الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net.

كما يمكن تخفيض أثر المكون الخاص للمخاطر من خلال تنويع محفظة الأصول، بينما يتحمل المستثمر العنصر العام في المخاطر ولكن يواجه منهج (Markowitz) مشكلات عملية في حالة استثمار المحفظة الاستثمارية على أصول كثيرة[1].

كما أن العنصر المهم في إدارة المخاطر هو فهم المفاضلة بين المخاطر والعائد لأن العائد يزداد مع ازدياد المخاطر، طالما أن الهدف من المؤسسات المالية هو زيادة صافي العائد من أسهم المساهمين، فإن إدارة المخاطر المرتبطة بتعظيم العائد هي الوظائف المهمة لهذه المؤسسات وتقوم بهذا الدور من خلال التنويع الكفء للمخاطر الخاصة واختزال وتحويل المخاطر العامة.

وتتمثل أهمية المخاطر في تحديد مدى استعداد الشركة للتعامل مع المخاطر خصوصاً في مدى جودة تقييم المخاطر لأن نفع لها أن لم تكن على دراية بكيفية التعامل، كما على الشركات أن تحدد حدود المخاطر في إستراتيجية عملها والتي تكون مؤهلة من حيث الإمكانيات والموجودات للتعامل معها أو لتحمل الخسائر التي قد تنتج عنها وإن إدارة المخاطرة عبارة عن عمل جماعي يشترك فيه العاملون كلهم في الشركة ويجب أن لا يتم حصره في شخص معين [2].

أهداف إدارة المخاطر:

لا يكفي الحديث عن هدف واحد لإدارة المخاطر مثلما لا يكفي أيضاً الحديث عن هدف واحد لمنشأة الأعمال أو أي منظمة أخرى ويكون لمعظم المنظمات بالطبع أهداف متعددة أيضاً ويكون لمعظم الوظائف داخل المنظمة أهداف متعددة، وقد يكون للمنظمة أو قسم بها رسالة واحدة مسيطرة، إلا أن الأهداف الأخرى سوف تتطلب التعرف عليها، فإن إدارة الإنتاج على سبيل المثال قد تكون مسئولة عن إنتاج السلع بتكلفة معينة، ووظيفة إدارة المخاطر لا تختلف عن ذلك ومن بين أهداف متعددة فيما يلي أكثر شيوعاً:

---

١ - الموقع الالكتروني www.kuwait٥٠٢٠.amedia.gov.kw.

٢ - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٧م)، ص٦٠.

١. ضمان كفاية الموارد عقب حدوث الخسارة.

٢. تقليل تكلفة التعامل مع المخاطر البحتة إلي أدنى د.

٣. حماية الموظفين من الإصابات الخطيرة والوفاة.

٤. أداء الالتزامات القانونية والتعاقدية [١].

وعندما يكون لمنظمة أهداف متعددة، أحياناً تتناقص وتتعارض الأهداف مع بعضها وفي ظل هذه الظروف يجب اتخاذ قرار لتحديد من تكون له الأولوية والأسبقية، ولذلك لا يكفي التعرف فقط على أهداف إدارة المخاطر، بل يجب أيضاً التعرف على الهدف الذي يسمو على الأهداف الأخرى.... الهدف الذي يمثل (مجال النتائج الرئيسية) بالنسبة لمدير المخاطر الرئيسي الذي يبرر وجود وظيفة إدارة المخاطر والتعرف على مجال نتائج المخاطر يجب أن نسأل ما الذي تأمل المنظمة في تحقيقه من خلال جهود مدير المخاطر لماذا تنخرط المنظمات في أنشطة إدارة المخاطر؟ [٢].

طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال.

كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في ظروف الاقتصادية، يطلق على التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً.

---

١ - عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص٥٠.

٢ - محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مرجع سبق ذكره، ص٦٩.

وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات[1].

ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدم أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح[2].

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

أ/ المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلي زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي[3].

---

١ - هشام جبر، إدارة المصارف، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٢٣.

٢ - زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، (عمان: دار الصفاء للنشر، ١٩٩٨م)، ص٤٠٠.

٣ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م)، ص٤١١.

ب/ الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدي ة عن القيمة المتوقعة للتدفقات.

يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم[1].كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$= \sqrt{\text{مجـ}_{س=1}^{ن} \frac{(ق_{س} - \bar{ق})^{2}}{ن}}$$

حيث ( ) تمثل الانحراف المعياري، ($\bar{ق}$) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما ($ق_{س}$) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلى هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر[2].

---

١ - هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٠ -٣١.

٢ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م)، ص٢٤١.

ج/ معامل الاختلاف:

إن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي على كل منهم[1].

يتم حساب معامل الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري (   ) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية[2]:

$$\text{ف} = \frac{\sigma}{\text{ر}}$$

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وبالإضافة إلي ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[3].

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد "المعلومات التاريخية":

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

---

١ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص٤١٢.

٢ - الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

٣ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص٢٤٢.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي.

وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد[١].

علاقة العائد والمخاطر بالاستثمار والتمويل:

عندما يقوم أي شخص رشيد بصرف نق إنفاق يكون السؤال لديه دائم هل المكاسب من هذا الإنفاق تستحق؟

إن القرار يحوي مقارنة بين المكاسب و المنافع أو العائدBenefits المتوقع و بين التكاليف Costs المرتبطة بهذا الإنفاق أو المغامرة و بالتالي يتطلب الأمر حساب المنافع التي يمكن أن تتحقق بالدخول في المشروع المعين مقارنة مع قيم مختلف البدائل الأخرى التي كان من الممكن شراؤه بنفس المبلغ من النقود" و بنفس المجهود و الوقت".

هذا إذ كان قرار الإنفاق على مستوى الفرد قرار بسيط سهل فإن قرار الاستثمار أصعب من قرار الإنفاق الجاري. فالمنافع أو العوائد المتوقعة ليس من السهل تقييمه لأنه تقع في المستقبل و على فترات، و هناك غموض حولها. و يكون السؤال أيضا عن كيف يمكن حساب صافي العائد من مشروع استثماري يتطلب إنفاق على مدى عدد من السنين و يتوقع منه مكاسب على مدى عدد من السنين المقبلة[٢].

يعتبر تحديد مدى المخاطر التي ترغب تحملها أحد المسائل الهامة التي ستواجهها كمستثمر. والمقصود بقدرتك على تحمل المخاطر هو مدى الخسائر التي يمكنك تحملها بدون التخلص من الاستثمار. وهناك ارتباط وثيق بين المخاطر والعوائد؛ فكلما ارتفعت

---

١ - الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

٢ - الموقع الالكتروني: www.caamsf.com

مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد المحتملة وعندها تصبح مناسبة أكثر كاستثمارات طويلة الأجل[١].

نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بين تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة. ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصراً مؤثراً في تكوين المحفظة لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة.

وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطر فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها إذا أمكن قياسها وقابلها عوائد مجزية بالقدر الذي يرون إنه ملائم لمستوى تلك المخاطر. لكن الناس لا يقبلون على فرص استثمارية يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية أم متدنية المخاطرة. هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحاً يعد ذا مخاطرة عالية[٢].

وتنشأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية أهمها:

- إن المستثمرين متأهلين للمخاطر المتوقعة
- درجة الخوف تختلف من مستثمر لآخر
- مجمل المشاريع المتاحة لها عوائد ومخاطر
- بحث مستمر عن الفرصة الاستثمارية التي تحقق له أقصى عائد ممكن موازاة مع الخطر الضئيل الذي تحمله[٣].

إن المبادلة بين المخاطرة والعوائد هي أحدى الأسس أو المبادئ التي يسترشد بها المدير في الاختيار بين البدائل في القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشراء أصول وعلى

---

١ - الموقع الالكتروني السابق.

٢ - الموقع الالكتروني: www.eaamsf.com

٣ - الموقع الالكتروني السابق.

المدير المالي أن يختار من الأصول، الأصول التي تبرز عائدها ومخاطر شراؤها وبالمثال يختار من مصادر لتمويل المصدر الذي يبرز عائده المخاطر المرتبطة به وذلك يتحقق هدف المشروع[1].

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار لأن القرارات المالية الاستثمارية تخذ اليوم ولا تظهر نتائجها إلا في المستقبل لكن المستقبل مجهودها ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه متخذ القرار ببدائل تتضمن مبادلة بين عائد مرتفع ومخاطر مرتفعة وعائد أقل ومخاطر أقل.

إن هاتين السمتين متناقضتين إلا أنهما حقيقيتان ثابتان في عالم الاستثمار والتمويل وحيث أنه لا توجد عوائد مجزية إلا مع وجود احتمالية معقولة ومقبولة من المخاطر، وتدل الدراسات العلمية والتجارب الحية أن المستثمرين يطلبون علاقة طردية بين معدل العائد ودرجة المخاطرة.

فلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمارية كلما ارتفعت عائده لذلك يرضى المستثمرين ولكن ليس بنفس الدرجة لن المبادئ الاستثمارية الشائعة الاستخدام في القرارات المالية تفترض تفضيل المستثمر والممول للعوائد الأعلى على العائد الأقل مع ثبات العوامل الأخرى وتفضيل المستثمر والممول للمخاطرة الصغر على الأكبر[2].

وإذا كنا نميل إلي مخاطر قليلة فيمكننا استثمار أموالنا في أوراق مالية حكومية أو كوديعة في مؤسسة مالية وبالنتيجة تحصل على دخل قليل وكلن ثابت وشبه مؤكد وفي معظم الحالات لن تخسر رأسمالنا.

وإذا كنا على استعداد بقبول مخاطر أعلى من المستوى الأول، فإننا نبحث عن عائد أعلى مما حصلت عليه في المستوى الأول، فقد يكون هدفنا دخلاً جارياً متزايداً ففي هذه الحالة قد نستثمر أموالنا في الشركات التي لها تاريخ طويل في توزيع الأرباح مثل الشركات المنافع العامة، الشركات الكبيرة، شركات إنتاج المواد التموينية أو توزيعها،

---

١ - سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٤٩.

٢ - المرجع السابق، ص٦٧.

وشركات الشحن وهذه الشركات تعطي أماناً ضد فقدان المال المستثمر وهذه أرباحها الموزعة موازنة أو لكي تعادل التضخم[1].

وإذا كان غير مهتمين بتقلبات الأسعار في المدى القصير وفي توزيع الأرباح، وهدفنا هو ارتفاع الأسعار فعلينا بالاستثمار في الشركات التي تنمو فوق المعدل مثل شركات المشروعات الترويجية.

أما إذا كنا غير مهتمين بالأرباح الرأسمالية في فترة قصيرة في هذه الحالة علينا أن نداوم في السوق المالي ونكون ماهرين في توفير شراء الأسهم المرشحة للمضاربة ومثلها الشركات الناشئة في القطاعات الحديثة، حيث يرى المدير المالي بالضرورة المبادرة بين العائد والمخاطر فهو عندما يتخذ قراراً، غالباً ما يتطلب الاتفاق أو الاقتراض ويترتب عليه في الأيام اللاحقة مرفقات نقدية معاكسة الاتجاه أما أن قراءة يمكن وصفه بمجموعة من التدفقات الداخلة والخارجة[2].

---

١ - سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٧م)، ص٧٦.

٢ - المرجع السابق، ص٧٦.

الفصل السادس

مقدمات قرار الاستثمار

مفهوم وطبيعة القرارات الاستثمارية:

يغطي مفهوم الاستثمار عدد كبير من الأنشطة، وغالباً ما يشير هذا المفهوم إلي استثمار الأموال في شهادات الإيداع والسندات والأسهم وصناديق الاستثمار، كما قد يشير أيضا إلي الاستثمار في بعض الأوراق المالية التي تساعد المستثمر علي التحوط ضد مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية أسعار الأوراق المالية مثل اختيارات البيع والشراء Puts And Calls والعقود المستقبلية Fetcher وعقود المبادلة Swaps هذا بالإضافة إلي الاستثمار التقليدي في الأصول الحقيقية الملموسة Tangible Assets.

- يمكن أن يعرف الاستثمار إذا علي أنه استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنيه علي أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل. معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد علي زيادة ثروة المستثمر[1].

- كما يستمد مفهوم الاستثمار أصولة من علم الاقتصاد ولهصلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها: الدخل والاستهلاكوالادخاروالاقتراض.

ويمكن تعريف الاستثمار بما يلي:

"التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينه ولفترة معينه من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول علي تدفقات مستقبلية تعوضه عن:

١- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلي عنها في سبيل الحصول علي ذلك الأصل أو الأصول.

٢- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.

---

١ - الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني) (د. محمد صالح الحناوي، ص٩، د. نهال فريد مصطفي، د.جلال إبراهيم العبد) الدار الجامعية ٢٠٠٥/٢٠٠٤.

٣- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها[1].

- وعلي الرغم من أننا نفترض أن المستثمر يهتم فقط بالعائد المتوقع من الاستثمار إلا أن المستثمر يلجأ أيضاً للاستثمار من أجل حماية ثروته من مخاطر الضرائب والتضخم وغيرها من المخاطر وبالتالي فإنه من المفترض أن يعمل المستثمر علي إدارة واستغلال ثروته بأفضل طريقة ممكنه من خلال استثمار أمواله في أصول مختلفة وهو ما يسمى بالمحفظة الاستثمارية. وبناء عليه فإن الاستثمار يهتم بإدارة ثروة المستثمر التي تشمل كل من الدخل العالي بالإضافة إلي القيمة الحالية للدخل المتوقع في المستقبل[2].

- وفي حين أن الاستثمار قد يكون في أصول حقيقية أو في أصول مالية إلا من الاستثمار في الأصول المالية هو مصدراهتمام هذا الفصل.

- والأصول المالية Financial Assets هي أوراق مالية تشير إلي حقوق حاملها تجاه مصدر هذه الأوراق المالية هي دليل الملكية للمستثمر، كما أنها تحدد حقوقه القانونية والتي قد تتمثل في حقوق ملكية شائعة في إجمالي أصول الجهة المصدرة للورقة المالية (كما في حالة الأسهم) أو حقوق دائنة (كما في حاله السندات).

- وفي حين أن الاستثمار في الأصول الحقيقية الذي يتضمن أصولاً مادية ملموسة مثل الأراضي والمباني والمعدات هو الأكثر شيوعاً إلا أن أهمية الاستثمار الأصول المالية قد ازدادت في السنوات الأخيرة من القرن العشرين كنتيجة لنمو أسواق المال وتطور المؤسسات المالية لذلك كان التركيز في هذا الفصل علي الاستثمار في الأوراق المالية[3].

- **مفهوم القرار الاستثماري والمبادئ التي يقوم عليها والتحليلات اللازمة له:**

- لا يخرج القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر من حيث كونه اختيار البدائل الملائم من بين البدائل المتاحة ولكي يتوصل المستثمر إلي اختيار البدائل الملائم فإن عليه أن:

---

١ - مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، أ.د زيادة رمضان، دار وائل للنشر والطباعة، الطبعة(٣)، ٢٠٠٥، ص(١٣).

٢ - الاستثمار في الأسهم والسندات، د.محمد صالح الحناوي، د.نهال فريد مصطفي، د.جلال إبراهيم العبد، الدار الجامعية، ٢٠٠٣/٢٠٠٤.

٣ - د. محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق)، ص٤.

١- يحصر البدائل المتاحة ويحددها.

٢- يحلل البدائل المتاحة أي أن يقوم بالتحليل الاستثماري.

٣- يوازن بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.

٤- يختار البدائل الملائمة حسب المعايير والعوامل الداخلية التي تعبر عن رغباته.

٥- كما أن هناك مبادئ عامة يجب مراعاتها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

- **تحليل الاستثمارات:**

- تتنوع مجالات تحليل الاستثمارات وتعدد ويمكن تقسيمها إلي مجموعات:

١- تحليل العوامل الداخلية وتعالج رغبات المستثمرين وميولهم.

٢- العوامل الخارجية وتمثل المحددات التي تؤثر علي مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم والتي يجب عليهم أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذهم للقرار الاستثماري:

- كما أن التحليل قد يكون جوهرياً أو أساسياً FundamentalAnalysis ويتعين علي البدائل أو المشاريع الاستثمارية نفسها وعلي مجموعه العوامل الخاصة بكل بدائل التي يقوم المستثمر بتحليلها ليختار من هذه البدائل ما يلائمة كما قد يكون التحليل تحليلاً فنياً Technical Analysis وينصب علي أسعار أدوات الاستثمار وحركاتها والعوامل المؤثرة فيها... الخ.

- والهدف من جميع هذه التحليلات هو المساعدة علي اختيارالاستثمار أو مجموعة الاستثماراتالملائمة التي تحقق أهداف المستثمر ورغباته.

- **وفيما يلي لمحة عن هذه التحليلات:**

أ- تحليل العوامل الداخلية وتنوع سيول المستثمرين أفراداً ومؤسسات، كثيراً ويمكن وصفها بأنها عوامل داخلية، وتلعب رغبات المستثمر دوراً كبيراً في تحديد ماهيتها ومن الأمثلة عليها [1]:

١- تحقيق عوائد ملائمة.

٢- تحقيق دخل ثابت ومنتظم وملائم.

---

١ - زيادة رمضان، مرجع سابق، ص٢٥.

٣- ضمان سلامة رأس مال المستثمر.

٤- تحقيق مركز احتكاري في السوق.

٥- تخفيض حجم المخاطر عن طريق تنويع الاستثمارات.

٦- المحافظة علي القوة الشرائية للأموال المستثمرة عن طريق الدخول في عقود المستقبليات ذات الملاحق.

٧- تحقيق مستودع سيولة ملائم عن طريق الاستثمار في الأصول المالية شديدة السيولة بدلاً من تجميد الأموال.

ب- تحليل العوامل الخارجية:-

تشكل هذه الأهداف والرغبات المذكورة ضمن نطاق المحددات التي تعرضها العوامل الخارجية ومن أمثلة العوامل الداخلية ما يلي:

١- المخاطرة ذات العلاقة بالأصل أو الأصول المراد استثمارها.

٢- التضخم وتأثيره علي القوى الشرائية للأموال المستثمرة.

٣- الضرائب علي الأرباح أو الرسوم الجمركية ووجود أو عدم وجود الإعفاءات الضريبية حسب قوانين تشجيع الاستثمار.

٤- الاستقرارالاجتماعي والأمني والسياسي وخاصة إذا كانت الاستثمارات للمدى المتوسط.

٥- الأعراف والقوانين والأنظمة.

- **التحليل الجوهري أو الأساسي:Fundamental Analysis**

- كما أن هناك مجموعة من العوامل التي يقوم المستثمر بتحليلها بالنسبة لكل بديل من بدائل الاستثمار أو المشروع ومن أهمها:

١- معدل العائد المتوقع من البدائل ومقارنته بالعائد المرغوب فيه.

٢- درجة المخاطرة التي يتصف بها كل بديل.

٣- اعتبارات السيولة من حيث:

أ- توفرها في البديل (قابلية البديل للتسويق).

ب- توفرها للحصول علي البديل.

٤- تكاليف الفرصة البديلة المتاحة.

- يطلق علي هذا النوع من التحليل أسم التحليل الجوهري ويلاحظ أنه ينصب علي أداة الاستثمار نفسها أو علي الشركة أو المشروع.

- التحليل الفني Technical Analysis:

هو نوع آخر من التحليل يكمل التحليل الجوهري وينصب التحليل فيه علي أسعار الأسهم التي كانت سائدة في الماضي ويبحث عن إمكانية أن تكون هنالك علاقة بين الأسعار في الماضي والأسعار التي تسود في المستقبل[1].

- **محلل الاستثمار المرخص char tent Financial Analysis:**

- هو شخص مؤهل لأن يقوم بجميع التحليلات الجوهرية والفنية بالإضافة إلي العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر علي قرارات الاستثمار سواء بالأصول المالية أم بالأصول الحقيقية وسواء أكان الاستثمار بأصل واحد يفرده أو علي شكل محفظة استثمارية. ويشمل حقل الدراسة الذي تم تأهيل محلل الاستثمار المرخص فيه علي أمور متنوعة مع التركيز علي العلوم المالية والمعايير والأخلاقيات التي لها علاقة بالعمل الاستثماري.

- **المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار:**ولكي يتمكن المستثمر من الاختيار من بين بدائل الاستثمار المتاحة في ضوء نتائج تحليلها من وجهة نظر العوامل المذكورة سابقاً.

لا بد له من مراعاة مجموعة من المبادئ العامةللاستثمار ويتم بحثها تالياً وهي:

١- مبدأ الاختيارchoice:

أن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لدية من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يعرض هذا المبدأ علي المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة.

---

١ - زياد رمضان، (مرجع سابق)، ص٢٨.

٢- مبدأ المقارنةComparability:

أي المفاضلة بين البدائل الإستثماريه المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالإستعانه بالتحليل الجوهري أو الأساسي كل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البدائل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة.

٣- مبدأ الملائمة Relevance:

يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته وما يلاءم رغباته وميوله التي يحددها وفي الأساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرارهالاستثماري، والتي يكشفها التحليل الجوهري أو الأساسي وهي:

أ- معدل العائد علي الاستثمار[1].

ب- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

ت- مستوي السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداةالاستثمار.

٤- مبدأ التنويع Diversification:

- يلجأ المستثمرون إلي تنويع استثماراتهم للحد من مخاطر الاستثمار.

- **محددات القرار الاستثماريDeterminants Of Investment Decision:**

١- التوقعات ودرجة المخاطرة Expectation And Ricks:

- التنبؤات والتوقعات سواء بالظروف الاقتصادية أو بالعوائد المتوقعة، لازدهار أو الانكماش من العوامل المؤثرة في تنفيذ الاستثماروحجمه، لأن هذا الأمر يتعلق بمجموع المبالغ المستثمرة والعائد للمستثمرين وكذلك ما ستؤول إليه العملية الاستثمارية وبصورة عامة مجمل التقديرات والتوقعات وتأثيراتها علي تقديرات المستثمرين سواء كانت هذه التأثيرات مباشرة أو غير مباشرة.

فزيادة حجم الاستثمارات يعتد علي التوقعات بحلول حالة الانتعاش والتفاؤل بالظروف الاقتصادية، استقرار الأوضاع الاقتصادية والسياسية وازدياد حجم السوق، والعكس

---

١ - زيادة رمضان (مرجع سابق).

فإن التشاؤم والانكماش من حيث انحسار نطاق السوق أو أنشطته، عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والتقلبات السوقية فإنها عوامل لا تشجع علي زيادة حجم الاستثمار وتوسع مجالاته بل تقلصها. إن التوقعات المتشائمة ترادفها استبعاد لفرص الربحية والعوائد المتوقعة.

٢- التطور التقني Technology Development:

- يعتبر من العوائق المهمة في تنفيذ المشاريع الاستثمارية خصوصاً تلك الاستثمارات التي تتعلق بالمشاريع التقنية كالحاسوب والآلات المتقدمة إن التطورات التقنية في مجال اقتصادي معين من العوامل المهمة في خلق الفرص الاستثمارية في ذلك القطاع أو المجال. إن استخدام تقنية جديدة في الإنتاج قد يساعد في فتح أسواق جديدة وبالتالي توسيع حجم الاستثمارات وتعزيز قدرة المستثمرين في هذا المجال.

٣- طبيعة المناخ الاستثماريNature Of Investment Climate:

- يعتبر حجم السوق من العوامل التي تؤثر في حجم قرارات الاستثمار، فاتساع رقعة السوق تسمح باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة والعمل علي زيادة كفاءة استخدام هذه الموارد وبالتالي تحقيق الوفوراتالاقتصادية. إن اتساع حجم السوق يساهم في زيادة حجم الاستثمار وخلق فرص استثمارية متكاملة وجديدة أو مرتبطة مع بعضها. إن زيادة ربحية الاستثمارات القائمة قد يعمل علي خلق فرص استثمارية جديدة لأن ذلك بمثابة حافز في قرارات استخدام استثمارات جديدة ومثل هذه الأوضاع الاقتصادية تعني خلق مناخ أو بيئية استثمارية تسمح للاستثمار المشاركة في عملية التنمية الاقتصادية، ومن جانبها فإن الدولة ستعتمد علي تعزيز هذا الاستقرار ودرجة كفاءتها في تسخير طاقاتها بما يعزز عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية وزيادة فاعلية الاستثمار[1].

٢- الإجراءات القانونية Legal Procedures (Conditions):

- تعتبر التشريعات والتعليمات عاملاً يشجع أو يعوق العمليات الاستثمارية، وفي هذه التشريعات ما يخص الضرائب وتنظيم الميزانيات والتي تؤثر علي اتجاهات وطبيعة العوائد

---

١ - التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، د.خالد وهيب الراوي، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي،،٢٠٠٠ -١٤٢١.

المتوقعة من الفرص الاستثمارية هذه وبغض النظر عن قرارات الاستثمار (المتعلقة بمشاريع جديدة) ومشاريع متممة من خلال إضافة طاقة إنتاجية لتحقيق التوازن في العملية الإنتاجية واستغلال موارد المنشأة أو مشاريع تتعلق بالأصول والتجديد، فإن درجة خطورتها تعتمد علي الظروف الاقتصادية والسياسية العامة للدولة، وفي حالتي الانتعاش والركود الاقتصادي فهناك عامل المخاطرة وهناك ضرورة التحقق من العوامل التي تؤثر في قرارات الإنفاق[1].

أهمية دراسة الاستثمار:

- ترجع أهمية دراسة الاستثمار إلي حاجة كل فرد إلي امتلاك الخبرة الكافية التي تمكنه من تحقيق عوائد بالمقارنة بمستوي المخاطر الذي يكون علي استعداد لتحمله وبالتالي فإن الإلمام بمبادئ الاستثمار وأسس إدارة المحافظ الاستثمارية يساعد علي إدارة الثروة.
- علي الجانب الآخر، تتيح دراسة الاستثمار فرصة اكتساب المهارات في مجال يساعد علي الالتحاق بالعديد من الوظائف المتاحة في المؤسسات المالية المختلفة، فنجد أن بنوك الاستثمار تحتاج – علي سبيل المثال- إلي المتخصصين في مجال الاستثمار للاشتراك في عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة وفي إتمام عمليات الاندماجMergersوالاستحواذAcquisition وبالإضافة إلي ما سبق تحتاج كل من شركات السمسرة وبنوك الاستثمار والبنوك التجارية وشركات التأمين إلي خدمات المحللين الماليين Financial Analysis الذين يقومون بتحليل الأوراق المالية للتعرف علي عدالة سعر الورقة المالية.

كما تحتاج إلي خبراتهم بيوت السمسرة بغرض إعداد التقارير التي تقدم للعملاء لمساعدتهم علي اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة.

أما البنوك وشركات التأمين فتمتلك وتدير محافظ إستثمارية وتحتاج إلي تقييم مستمر للأصول الموجودة في المحفظة. كذلك تحتاج صناديق الاستثمارMutual Funds إلي المحليين الماليين لتقييم الأوراق المالية المتاحة وإتخاذ قرارات البيع والشراء. وبالتالي يلاحظ

١ - د. خالد وهيب الراوي، (مرجع سابق)، ص٣٠١.

القارئ أن دراسة مجال الاستثمار يساعد علي الالتحاق بعدد كبير من الوظائف في قطاع المنشآت المالية[1].

طبيعة قرارات الاستثمار:

- تشير عملية اتخاذ قرارات الإستثمار إلي القرارات الخاصة بإختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة في كل منها وتوقيت الإستثمار.

- وتتضمن عملية الاستثمار تحليلاً لطبيعة قرارات الاستثمار وتنظيماً للأنشطة التي تتضمنها عملية اتخاذ القرارات.

- فالأسهم العادية تحقق متوسط عائد أعلي من عائد السندات، فما الذي يمنع المستثمر إذا من الاستثمار في الأسهم ولتحقيق مثل هذه العوائد المرتفعة؟ للإجابة علي هذا السؤال لا بد أن تشير إلي أن الحصول علي عوائد مرتفعة يتضمن في نفس الوقت التعرض لمخاطر مرتفعة. لذلك فإن كل قرار استثماري لا بد أن يتضمن مقارنه بين العائد المتوقع والخطر المتوقع وبالتالي عند دراسة عملية اتخاذ قرارات الاستثمار لا بد من البدء بتحليل المفاهيم الأساسية التي تستند إليها هذه القرارات ثم يأتي بعد ذلك التعرف علي الأنشطة المختلفة التي تنطوي عليها عملية اتخاذ القرار نفسها.

١- العائد Return:

إن الهدف الرئيسي من الاستثمار هو تحقيق عائد علي الأموال المستثمرة حيث إن الاحتفاظ بالأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن أن تحققه علي هذه الأموال بالإضافة إلي تأثير التضخم علي القوة الشرائية للنقود.

وقد اتفقنا علي أن الهدف الرئيسي للاستثمار هو العائد ولكن يجب أن نفرق بين كل من العائد المتوقع Expected Return والعائد الفعلي Realized Return حيث يشير المفهوم الأول إلي العائد الذي حققه المستثمر فعلاً. وهنا يلاحظ أن المستثمر يهدف إلي تحقيق العائد المتوقع ولكنه في النهاية يحصل علي العائد الفعلي الذي قد يكون أعلي أو

---

١ - د.محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق)، ص٥٠٤.

أقل من ما كان متوقعاً وهو ما يشير إلي درجة الخطر المرتبطة بالاستثمار أي تقلب العوائد المحتملة والناتجة عن عملية الاستثمار[1].

٢- الخطر Risk:

يسعي المستثمر دائما إلي الحصول علي أكبر عائد ممكن إلي أن هناك عوامل عديدة تمنع المستثمر من تحقيق هذا الهدف لعل أهمها الخطر. ويمكن تعريف الخطر هنا علي أنه احتمال أن يكون العائد الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع وهو ما يعني تباين أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

وفي ضوء هذا التعريف يمكننا أن نستنتج أن العائد علي أذون الخزانه Treasury Bills لا ينطوي علي أي خطورة في حين أن هناك بعض الخطورة في العائد المتوقع من سندات عمرها ٣٠ سنه أصدرتها إحدى الشركات أو إحدى الجهات الحكومية كما أن هناك بالفعل خطورة كبيرة تحيط بالعائد المتوقع من الأسهم حيث تتميز عوائد الأسهم بالتقلب.

من الواضح إذا أنه سوف يعمل دائما علي تجنب الخطر والمستثمر الذي يتجنب الخطر Rick-Averse-Investor لن يرضي بقبول أي مستوي من الخطر إلا إذا توقع الحصول علي عائد كافي للتعويض عن هذا الخطر. معني ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يتجه المستثمرين نحو الخطر في حالة الرغبة بالحصول علي عوائد مرتفعة حيث لا يوجد عائد مرتفع لا تصاحبه خطورة مرتفعة.

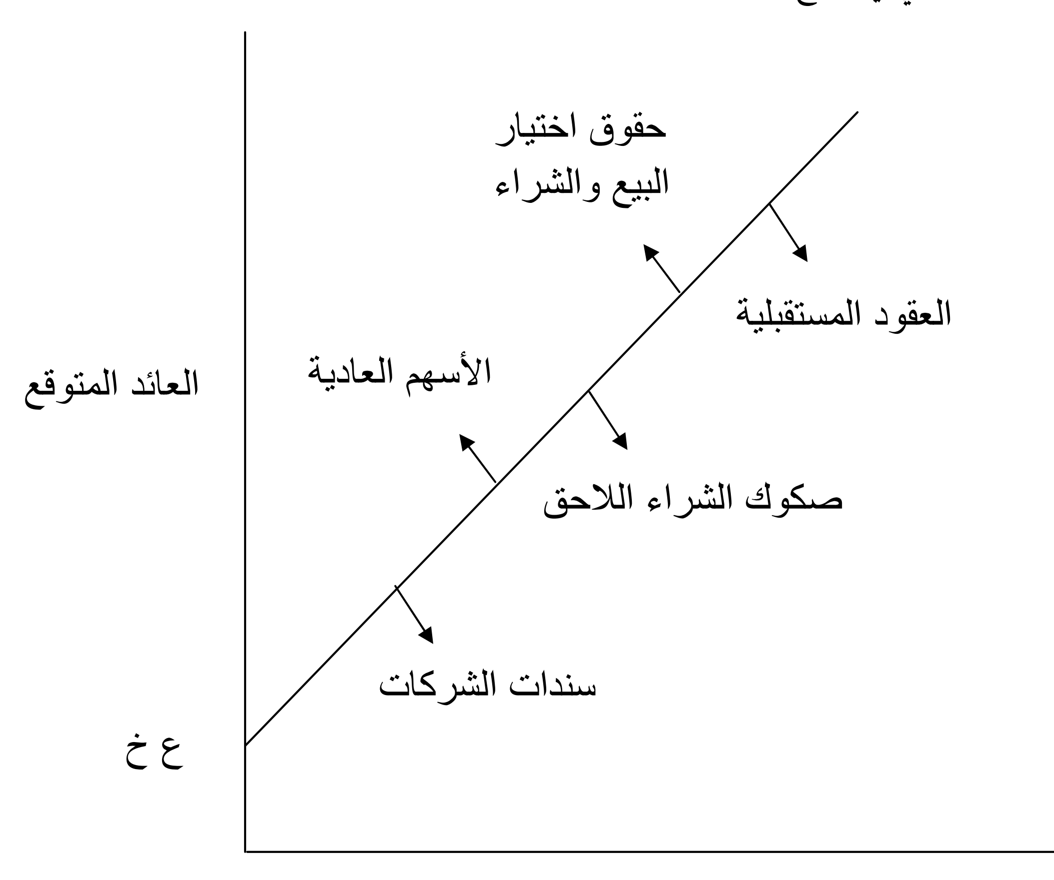
وأخيراً تستطيع أن نقول أن المستثمر سوف يتعامل مع الخطر من خلال المفاضلة بين مستويات الخطر المختلفة لاختيار المستوي المقبول من وجهة نظر المستثمر حيث يتجه بعض المستثمرين نحو تحويل مستويات مرتفعة من الخطر علي أمل تحقيق مستوى مرتفع من العائد في حين لا يرغب مستثمرون آخرون في تحمل مخاطر مرتفعة ولا يتوقعون أيضاً الحصول علي عائد كبير. وبناءاً علي ما تقدم يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يختص بمستوى الخطر المقبول.

---

١ - محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق)، ص٦٠٥.

٣- المقايضة بين العائد والخطر Risk Return Trader:

يشير الشكل رقم (٢/١/١) إلي أنواع الأصول المالية المختلفة الذي يستطيع المستثمر أن يفاضل بينها في ضوء مفهوم المقايضة بين العائد والخطر أي أن هذا الخط يمثل العلاقة بين العائد والخطر حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة علي هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له[1]. ويظهر من الشكل السابق الإشارة إليه أن العلاقة بين العائد والخطر هي في الواقع علاقة طردية.



الخطر رقم (٢/١/١)

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني) الدار الجامعية ٢٠٠٥/٢٠٠٤.

---

١ - د. محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق).

المقايضة بين العائد المتوقع والخطر لمجموعة من الأصول المالية

إن الخط ع خ ب يعبر عن المقايضة بين العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة به لكل نوع من أنواع الأصول المالية أي أن هذا الخط يمثل العلاقة بين العائد والخطر حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة علي هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له. ويتجه ميل هذا الخط إلي الأعلى بشكل دائم لأن المحور الرأسي يعبر عن العائد المتوقع وبالتالي فإن المستثمر الرشيد لن يكون علي استعداد لتحمل مخاطر إضافية إلا إذا تم تعويضه عن هذا المخاطر مما يعني أن العلاقة بين العائد والخطر هي في الواقع علاقة طردية. وتشير النقطة ع خ إلي العائد علي الأصول الخالية من المخاطر (مثل أذون الخزانة (Treasury Bills) وهو ما يعرف بالعائد الخالي من الخطر. Risk Free Rate Of return ويستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة علي الخط ع خ ب حيث يمكنه الاستثمار في أذون الخزانة أو الانتقال إلي السندات المصدرة بواسطة الشركات Corporate Bonds ثم الاتجاه إلي الأسهم حتى يصل إلي المشتقات Derivatives وهي الأوراق المالية الأكثر خطورة والتي تحقق أعلي العوائد في نفس الوقت[1].

وهنا لا بد أن نشير إلي أن عملية المقايضة بين العائد والخطر للوصول إلي قرار الاستثمارواختيار نوع الأوراق المالية تعتمد علي اتخاذ القرار مما يؤكد صعوبة اتخاذ قرارات الاستثمار.

خطوات الاستثمار:

عند اتخاذ قرار الاستثمار يسعى المستثمر دائماً إلي تعظيم العوائد المتوقعة وهو خلال السعي نحو تحقيق هذا الهدف سوف يجد أمامه عدد لا نهائي من الفرص الاستثمارية ولكن هناك أيضاً العديد من القيود ولعل الخطر يعتبر أهم هذه القيود.

بناء علي ما سبق فإن اتخاذ قرار الاستثمار يعني المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة وبالتالي فإن مستثمري الأوراق المالية سوف يعملون علي تحليل وإدارة استثماراتهم وذلك من خلال إتباع مجموعة من الخطوات تتعرض لها فيما يلي:

---

١ - د.محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق)، ص١٤- ١٥.

١- تحليل الأوراق المالية Security Analysis

٢- إدارة محفظة الأوراق المالية Portfolio management

٣- وضع سياسة الاستثمار.

٤- مراجعة المحفظة.

٥- تقييم أداء المحفظة[1].

تقييم أنظمة الاستثمار:

يدعو الكثيرون في مجال الاستثمار في الأوراق المالية إلي استخدام أنظمة محددة القواعد والخطوات وتعتمد علي استخدام مجموعة من البيانات التاريخية وكذلك إجراءات تحليلية موضوعية. ويطلق علي هذه الأنظمة "أنظمة الاستثمار الميكانيكية أو المنمطة" Mechanical Investment systems ويرى هؤلاء أن هذه الأنظمة تؤدي إلي التوصل إلي نتائج أفضل كثيراً من النتائج المتوصل إليها من أنظمة الاستثمار السلبية Passive Investment system ويعرف نظام الاستثمار السلبي بأنه:

- شراء محفظة أسهم جيدة التوزيع والاحتفاظ بها علي مدار فترة تقييم الأداء وعادة ما يستخدم عائد "مؤشر السوق" لتقدير العائد علي المحفظة.

- وتقدم بعض أنظمة الاستثمار المنمطة تقديراً علي سلوك السوق في المستقبل، كما تقدم أنظمة منمطة أخرى مجموعة منمطة من التعليمات للاستثمار في الأسهم الفردية وتقدم جميع هذه الأنظمة تقريباً إحصائيات مبهره تستند علي اختيارات أجريت علي بيانات فترات تقييم سابقة[2].

---

١ - د.محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق)، ص١٥- ١٧.

٢ - د.محمد صالح الحناوي وآخرون، (مرجع سابق)، ص٩٥.

الفصل السابع

مخاطر الاستثمار

المقدمه:

نجد ان الادارة في المنشأت والبنوك تحاول تعظيم قيمة المنشأة من خلال الاستثمار في مشروعات تحقق اعلي من تلك البدائل الاستثمارية المتاحه علي اعتبار انها استثمارات خاليه من المخاطرة، لذلك نجد ان الخاطر وكيفية الحد منها هو هاجس ادارة المنشأة لتحقيق اكبر عائد يمكن تحقيقه.

وبالرغم من تجنب المنشأت الوقوع في مخاطر التمويل والاستثمار الا انها تواجه العديد من المخاطر وسنتطرق في هذا الفصل الي مفهوم المخاطر هذه المخاطر بكل انواعها.

حيث نجد ان نجاح المنشأت في المستقبل يتوقف علي قرار الاستثمار الذي يتخذ في الحاضر بأقل نسبة من المخاطر لتحقيق اكبر عائد.

ان دراسات تقييم الاستثمار عادة ما تتطلب اعداد سلسلة من البيانات والمعلومات التي تمتد طوال العمر الانتاجي للمشروعات وحتي الان بالرغم من تقدم الاساليب العلميه الا انه لايمن التحكم في سلوك العناصر التي تلعب دورها في حياة المشروع وهذا يوضح مدى اهمية دراسات قرارت الاستثمار قبل البدء لتقليل المخاطر نسبيا.

اولاً: نشأة المخاطر وتطورها:

ليس ادارة المخاطر امرا جديد في حياة الناس بل انهم مدركون لابعاد هذه المخاطر ساعين بكل الطرق لمعالجتها وادارتها، فقد واجه الاقدمون نفس تلك المخاطر وقاموا بما يسعهم للوصول الي نفس تلك الاهداف، الا ان الحياة المعاصرة مختلفة تمام

الاختلاف عما كان عليه امر الناس قديما، فنجد صيغا كان يتعامل بها الاقدمون غرضها الاساسي هو ادارة المخاطر مثل عقد السلم الذي انتشر العمل به [١]
ثم تطورت الحياة واصبحت ادارة المخاطر ليس علما بحد ذاتها انما هي فن من فنون الادارة تمارسة الادارة في التعامل مع اي نوع من المخاطر، وهدفها الاساسي توفير المعلومات الخاصة بالمخاطر التي قد تحدث مستقبلا وذلك للمساعدة في اتخاذ القرار الامثل والانسب، من خلال تحديد وقياس تلك المخاطر ووضع الضوابط المطلوبة لتقليل احتمالية حدوثها او تقليل وتخفيف الاثر في حالة وقوعها، وان قياس المخاطر بني علي قاعدتين اساسيتين هما احتمالية الوقوع وتاثره المادي فانه بشكل عام خلال الخميسات كان التوجه من دراسة المخاطر هو عمليات حسابية بحثة من خلال تطبيق نظرية الاحتمالية من اجل محاولة توقع كيف تنجح الشركات في ظل احداث تقلبات الاسواق، وفي السبعينات كان التاثر بزيادة معدل تقلبات الاقتصاد وازمة النفط بدا التوجه اعمق من قبل لتقييم المخاطر من اجل قياس معدل المخاطر علي مستوي الدول وتاثيرها في الشركات[٢] وفي نهاية الثمانينات وبداية التسعينات زادت رغبة الشركات في تقليل التكاليف فرات ان في امكانها وضع اجراءات وقائية اضافية لتقليل تكاليف اقساط التامين المرهقة علي بنود ميزانيتها التي تحتل رقما ضخما من جدول نفقاتها وايمانا منها بقدرتها علي تحمل مسئولية المخاطر، هذه الرغبة الحقيقة والسليمة في فهم الهيكل التنظيمي عوضا عن ادارة التامين القائمة في ذلك الوقت، ونمت هذه الادارة في العقد الاخير واصبحت ذات اهمية قصوي وجدوي اقتصادية.[٣]

اما في الفترة الاخيرة فبدات اصدار تشريعات دولية ومحلية لتطبيق وتفعيل ادارة المخاطر وهذه التشريعات منها المباشر والغير مباشر كالالتزام بتطبيق مقررات بازل II

---

١ د. علي محمد القري، المخاطر الائتمانية في الائتمانية في العمل المصرفي الاسلامي، دارسة فقهية اقتصادية (topicislamfin.go-forum.net/motada-/f٢٩)ص١

٢ محمد سهيل الدروبي، ماهية ادارة المخاطر وكيف نشات، صحيفة الاقتصادية الالكترونية، (http://www.aleqt.com/٢٠٠٨/٠٤/٣٠larticle١٣٩١١٩m,html)

٣ محمد سهيل، مرجع سابق، ص ٩

علي البنوك من قبل بنك السودان المركزي او تطبيق حوكمة الشركات علي الشركات المساهمة من قبل هيئة سوق الخرطوم للاوراق المالية وحتي وكالة التصنيف العالمية مثل (ستاندرد اند بورز) و (موديز) اللذان أكدا علي تطبيق ادارة المخاطر بشكل كامل وانها تمثل عاملا مؤثرا في رفع درجة التصنيف الائتماني.

لذلك كله فان ادارة المخاطر اصبحت حقيقة قائمة كما اصبحت نظاما متقدما للضمان والرقابة وتستطيع ان تقود الي تحسين جودة ونتائج الاعمال وهي اداة اساسية للتعامل مع احداث التوجهات ومختلف انواع المخاطر [١]

ثانياً: مفهوم المخاطر:

وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر على أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها) [٢]. وهذا التعريف على الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة) [٣].

وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة) [٤].

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق) [٥].

---

١ محمد سهيل، مرجع سابق، ص٩

٢ - مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، (القاهرة: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م)، ص١٠.

٣ - الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م)، ص٤٧.

٤ - مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سبق ذكره، ص٤٧.

٥ - فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، (الرياض: دار المريخ، د ت)، ص٣٥.

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد) [١].

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف ناين Khight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر) [٢].

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلي خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف على أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلي كمي قابل للقياس) [٣].

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) على أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن على مستوى أعلى من المخاطرة.

وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل[٤].نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً) [٥].

---

١ - محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، (القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص١٢.

٢ - محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سبق ذكره، ص١٢.

٣ - عثمان بابكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر (الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م)، ص١٠

٤ - عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية - الجزء الأول (القاهرة: د ن، د ت)، ص١٣٥.

٥ - ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى (عمان: دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م)، ص٣١٦.

والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.

بالإضافة إلي ذلك عرف المعني الاقتصادي المخاطرة في المجال الاقتصادي عدة معاني فعرفت بانها (احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع)[1]

كما عرف المخاطر المصرفية بانها (احتمالية مستقبلية قد تعرض البنك الي خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها بما قد يؤثر علي تحقيق اهداف البنك وعلي تنفيذها بنجاح، وقد تؤدي في حالة عدم التمكن من السيطرة عليها وعلي اثارها الي القضاء علي البنك وافلاسه) [2].يرى الباحث أن أشمل وأفضل تعريف من التعريفات السابقة هو التعريف الثامن وذلك لأنه شمل على أن المخاطر هي الخطر وهي أيضاً عدم التأكد المتعلقة بالعائد على الإدارة الاستثمارية.

تعريف ادارة المخاطر: ادارة المخاطر عبارة عن منهج علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ اجراءات من شانها ان تقلل من امكانية حدوث الخسارة او الاثر المالي للخسائر التي تقع الي الحد الادني [3]

وعرفت بانها: (معرفة المخاطر وتحديد حجمها واثرها واتخاذ القرار اللازم حيالها وان راس مال المصرف كافي لامتصاص المخاطر الكلية لتجنب الاعسار)[4]

أولاً: أهمية المخاطر:تتلخص اهمية المخاطر فيما يلي: [5]

تحديد المخاطر: تقوم ادارة المخاطر بتحليل البيانات والمعلومات المتوفرة لديها بوضع نظام للتقارير وخطط عمل للوحدتين المختلفة ومتابعة مستوي الالمام بها بهدف تحديد

---

١ ال شبيب، دريد كامل، مبادي الادارة العامة (عمان: دار المناهج: ٢٠٠٤م) ص ٣٦

٢ محمد سهيل الدروبي، ادارة المخاطر في المصارف الاسلامية (٣=PAGE&٢٧١٥)
(http://lesegs,com/forum/showthred.php?t=٣)

٣ د. طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر (افراد، ادارات، شركات، بنوك) (الدار الجامعية، القاهرة ٢٠٠٣) ص ٥١

٤ منشورات بنك التضامن الاسلامي، ادارة المخاطر ٢٠٠٦م ص ٢

٥ بنك السودان المركزي، منشورات قطاع المؤسسات والنظم، منشور رقم ٢٠٠٥/١

وتصنيف واضح لكفاءة انواع المخاطر في جميع العمليات التي ينفذها او الصفقات التي يدخل فيها المصرف وهذا يتطلب ان تعمل الادارة كوحدة تحكم مركزية بالتنسيق مع الادارات بالمصرف.

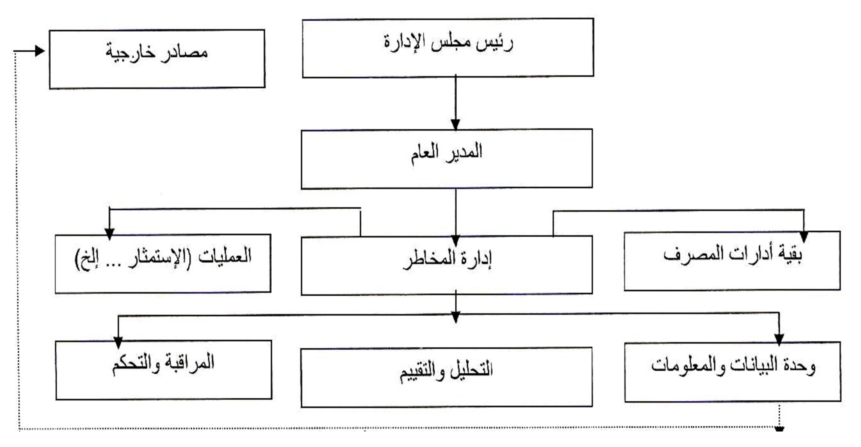
قياس المخاطر: ان تتبني الإدارة أدوات فاعلة لقياس حجم المخاطر وتحديد أثرها علي المصرف بالتنسيق مع البنك المركزي.

متابعة المخاطر: تقوم الادارة بمتابعة جميع المخاطر بالمصرف وذلك من خلال التاكد من فعالية نظم الرقابة والمراجعة الداخلية والضبط الداخلي، مستوي نظام الضبط المؤسسي وكفاية السياسات والاجراءات ومستوي تطبيقها، والالتزام بها والية توزيع المسؤوليات والصلاحيات داخل المصرف.

التحكم في حجم المخاطر: ان تعمل الادارة علي التحكم في حجم المخاطر لتقليل اثارها السالبة علي المصرف وذلك بالعمل علي وتفعيل اليات مالية لتقليل المخاطر

هيكل ادارة المخاطر: حدد بنك السودان المركزي شكل هيكل ادارة المخاطر لتستهدي به المصارف في انشاء ادارة مستقلة للمخاطر والشكل التالي يوضح ذلك:

هيكل ادارة المخاطر المصرفية



المصدر: بنك السودان المركزي منشورات قطاع المؤسسات والنظم منشور رقم ٢٠٠٠/١م ص ٤٥

من الشكل اعلاه يتضح ان ادارة المخاطر والتقييم وقسم المراقبة والتحكم وادناه مهام كل قسم [1]

قسم البيانات والمعلومات: يقوم هذا القسم بتجميع وتوفير كل البيانات والمعلومات التاريخية والحالية المتعلقة بانشطة المصرف، وتجميع البيانات والمعلومات عن بيئة العمل الداخلية والمعلومات الخارجية التي تؤثر علي نشاط المصرف.

قسم التحليل وتقييم المخاطر: تتمثل مهامة في الحصول علي البيانات والمعلومات المختلفة من قسم المعلومات وتحليلها لتحديد انواع المخاطر التي تواجه المصرف، وتحديد مدي جودة البيانات المختلفة ومصادرها، والتنسيق مع البنك المركزي فما يختص بقياس المخاطر وطرق تقليلها، ورفع تقارير دورية بنتائج التحليل والتقييم.

قسم المراقبة والتحكم: تتمثل مهامة في وضع نظام للتقارير الداخلية، ومراقبة وجود مراشد لادارات المصرف المختلفة ومدي التزام الادارات بذلك المراشد، التاكد من الالتزم بالاسس والضوابط الداخلية وسياسات ولوائح البنك المركزي، التاكد من مراعاة مخاطر التشغيل وقياسها قبل تنفيذ اي عملية، التاكد من الالتزام بالخطط والسياسات الاستثمارية الموضوعة، التاكد من التزام ادارة الاستثمار بقواعد ادارة المخاطر وتقييم مستمر لانظمة الضبط الداخلي، اجراءات التوثيق، وضوابط استخدام اجهزة الكمبيوتر.

ثانياً: اهداف المخاطر:

ادرجت لجنة بازل ادارة المخاطر كاحد المحاور الهامة لتحديد الملاءة المصرفية،وتمشيا مع الاتجاهات العالمية في هذا الصدد بدات البنوك مؤخرا في انتاج سياسات لادارة المخاطر واستحداث قطاعات متخصصة يكون هدفها التحكم في درجات المخاطر هو قياس المخاطر من اجل مراقبتها والتحكم فيها ليس الغائها نهائيا، وذلك لتحقيق العناصر التالية [2]

---

١ بنك السوان المركزي، منشورات قطاع النظم والمؤسسات مرجع سابق ص ٤١

٢ د. ماجدة احمد شلبي، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، (arablawinfo.com) ص١٣

- اعطاء مجلس الادارة والمديرين التنفيذين فكرة كلية عن جميع المخاطر التي يواجهها البنك.
- وضع نظام للرقابة الداخلية وذلك لادارة مختلف انواع المخاطر في جميع وحدات البنك.
- الحليولة دون وقع الخسائر المحتملة.
- التاكد من حصول البنك علي عائد مناسب للمخاطر التي قد يواجهها.
- استخدام ادارة المخاطر كسلاح تنافسي.
- ادارة الاصول والخصوم، حيث تعتبر ادارة الاصول والخصوم مجموع فرعية من ادارة المخاطر ترتكز علي الادارة الكمية لمخاطر الفائدة والسيولة علي المستوي الكلي.

أولاً: خطوات إدارة المخاطر:

وتتمثل خطوات ادارة المخاطر في الاتي:

تحديد المخاطر (Risk Identification) من اجل ادارة المخاطر لابد من تحديدها اولا، وكل منتج او خدمة يقدمها البنك ينطوي عليها عدة مخاطر، وتحديد المخاطر يجب ان تكون عملية مستمرة ويجب ان تفهم المخاطر علي مستوي كل عملية وعلي مستوي المحفظة ككل.

تحليل المخاطر: تعني تصنيف الخطر والوقوف علي مصادرة الاصلية.

قياس المخاطر (Risk Measurement) بعد تحديد المخاطر المتعلقة بنشاط معين، تكون الخطوة الثانية هي قياس او تقييم المخاطر حيث ان كل نوع من المخاطر يجب ان ينظر اليه بابعاده الثلاثة وهي حجمه، مدته، درجة تأثيره واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر ان القياس الصحيح والذي يتم في الوقت المناسب علي درجة كبيرة من الاهمية بالنسبة اتلي ادارة المخاطر.

ضبط المخاطر او التحكم فيها (Risk Control) بعد تحديد وقياس المخاطر تاتي المرحلة الرابعة وهي عملية ضبط هذه المخاطر حيث ان هنالك ثلاثة طرق اساسية لضبط

المخاطر وذلك علي الاقل لتجنب نتائجها العكسية (Offsetting) ووضع حدود علي بعض النشاطات، تقليل المخاطر او الغاء اثر هذه المخاطر. ان علي الادارة ان توازن بين العائدات والنفقات اللازمة لضبط هذه المخاطر. علي البنوك ان تقوم بوضع حدود للمخاطر من خلال السياسات والمعايير والسياسات والاجراءات التي تبين المسئولية والصلاحية.

مراقبة المخاطر (Risk Monitoring) علي البنوك ان تعمل علي ايجاد نظام معلومات قادر علي تحديد وقياس المخاطر في دقة، وبنفس الاهمية يكون قادرا علي مراقبة التغيرات في وضع المخاطر لدي البنك. علي سبيل المثال لو توقف العميل عن الدفع فهذا يجب ان يظهره نظام المعلومات لان توقف العميل عن الدفع يترتب عليه حرمان البنك من هامش الربح علي الائتمان. وبالتالي فان نظام المعلومات يعكس التغيير في سعر الفائدة كي يعوض البنك علي فقدان العائد من هذا الائتمان اهمية كبيرة بالنسبة الي البنك. ان الرقابة علي المخاطر تعني تطور انظمة التقارير في البنك التي تبين التغيرات المعاكسة في وضع المخاطر لدي البنك للتعامل مع هذه المتغيرات. [(١)]

ثانياً: العناصر الرئيسية في ادارة المخاطر:

نظرا لان المخاطر المصرفية اصبحت للصناعة المصرفية وخصوصا منذ بداية التسعينات، فقد كانت هناك جهود ليس علي مستوي لجنة بازل للرقابة المصرفية فقط ولكن ايضا علي مستوي بعض المؤسسات والمنتديات الدولية، حيث قامت دول اصدار اسس ومبادئ ارشادية للممارسات (GROUP THIRTY) مجموعة الثلاثين السلمية لادارة مخاطر المشتقات في عام ١٩٩٣. واصدر مجموعة الثلاثين ايضا في عام ١٩٧٧م دارسة خاصة بتوصيات فيما يتعلق بادارة المخاطر (G-٣٠) والمخاطر النظامية والشفافية، وفي هذا الاطار اصدرت لجنة الخدمات المالية الامريكية مبادئ لادارة المخاطر ويمكن اجمال هذه العناصر والتي يطلق عليها المبادئ السبعة [(٢)]

١. مسئولية مجلس الادارة العليا: يتم وضع سياسات ادارة المخاطر من قبل الادارة بالاشراف الفعلي عليها واعتماد اهداف، واستراتيجيات، وسياسات، واجراءات ادارة

---

١ د. إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص ص ٤٢ -٤٣

٢ د. نبيل شحاد، مرجع سابق ص ٢٧

المخاطر التي تتناسب مع الوضع المالي للبنك، وطبيعة مخاطرة ودرجة تحمله للمخاطر، ويجب ان يتم تعميم تلك الموافقات علي كافة مستوليات البنك المعنية بتنفيذ سياسات ادارة المخاطر.

٢. اطار ادارة المخاطر: يجب ان يكون لدي البنك اطار لادارة المخاطر يتصف بالفاعلية والشمول والاتساق، ويجب علي الادارة ان تخصص موارد تمويلية كافية للموظفين ودعم اطار المخاطر الذي تم اختياره.

٣. تكامل ادارة المخاطر: حتي يمكن التحقق من تحديد التداخل بين المخاطر المختلفة وفهمها وادارتها بصورة سليمة، فانه يجب ان لايتم تقييم المخاطر بصورة منعزلة عن بعضها البعض، لان التحليل السليم يتطلب تحليل المخاطر بصورة كلية.

٤. محاسبة خطوط الاعمال: ان انشطة البنك يمكن تقسيمها الي خطوط اعمال مثال نشاط التجزئة ونشاط الشركات لذات فان المسؤولية عن كل خط من خطو الاعمال يجب ان يكونوا مسؤولين عن ادارة المخاطر لخط الاعمال المناط بهم.

٥. تقييم وقياس المخاطر: جميع المخاطر يجب ان تقيم بطريقة وصفية (Qualitative) بصورة منتظمة، وحيثما امكن يتم التقييم بطريقة كمية (Quantitative) ويجب ان ياخذ تقييم المخاطر في الحسبان تاثير الاحداث المتوقعة والغير متوقعة.

٦. المراجعة المستقلة: تقييم المخاطر يجب ان يتم من قبل جهة مستقلة يتوافر لها السلطة والخبرة اللازمتين لتقييم المخاطر واختيار فعالية انشطة ادارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية اطار ادارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية اطار ادارة المخاطر. [1]

٧. التخطيط للطوارئ: يجب ان تكون هناك سياسات وعمليات لادارة المخاطر في حالة الازمات المحتملة الحدوث والظروف المحتملة الحدوث والظروف الطارئة او غير العادية ويجب ان تختبر جودة هذه السياسات والعمليات. يري الباحث ان المخاطر المصرفية مرتبطة بالرغبة في تحقيق الايرادات المستقبلية وكلما تم وضع الاطار العلمي لادارة

١ المرجع سابق ص ص ٢٧ -٢٩

المخاطر كلما تم التحكم فيها واتخاذ القرارات المناسبة حتى لا تتعرض المؤسسات المالية المختلفة للافلاس والخسائر وعدم الاستمرارية في تحقيق اهدافها.

أنواع المخاطر: تتمثل أنواع المخاطر في الآتي:

١/ مخاطر منتظمة Systematic Risks

فالمخاطر المنتظمة أو السوقية أو العادية، هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة، أو الحروب أو الانقلابات السياسية، فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة.

وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران، أي بصورة عامة أن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

٢/ مخاطر غير منتظمة Non Systematic Risks

المخاطر غير المنتظمة أو غير السوقية، فهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، والأخطاء الإدارية، وظهور اختراعات جديدة، والحملات الإعلانية والتغير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات[1].

---

١) د/ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط٢، (عمان الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ١٩٩٩م)، ص٤٥

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات، وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة سوق الأوراق المالية.

وتتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة (غير السوقية) لشركة معينة بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الأقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة، أو بحدوث تغيير أساسي في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة[1].

وهنالك أنواع مخاطر أخرى:

١/ مخاطر التضخم: Inflation Risk

وتحملها عادة الاستثمارات ذات العائد الثابت خاصة إذا كان عائدها أقل من معدل التضخم.

٢/ مخاطر إعادة الاستثمار: Reinvestment Risk

وتبرز هذه المخاطر إذا استرد المستثمر أمواله المستثمرة ولم تتح له فرصة لإعادة استثمارها على نفس مستوى العوائد التي كانت مستثمرة فيه ومن الأمثلة على ذلك السندات القابلة للاستدعاء إذا تم استدعاؤها لأن أسعار الفائدة في السوق أقل من تلك التي تحملها السندات التي تم استدعاؤها.

٣/ مخاطر أسعار الفائدة: Interest rate Risk

وتبرز هذه المخاطر عندما يضطر المستثمر لبيع السندات التي يملكها لحاجته إلي النقد الجاهز فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أعلى من أسعار الفائدة التي تحملها سنداته فإنه سيضطر لبيع سنداته بأقل من قيمتها الإسمية والعكس أيضاً صحيح

---

١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٦.

بمعنى أنه سيتمكن من بيعها بأعلى من قيمتها الإسمية إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقل من الفائدة التي تحملها السندات[1].

٤/ المخاطر الاقتصادية: Economic Risk

إذا استثمر أحدهم بالأسهم فإن أسعار هذه الأسهم ستتأثر بمقدار الأرباح التي ستحققها الشركة وبمقدار الأرباح التي يتوزعها وبما أن الأرباح تتأثر بالأوضاع الاقتصادية التي تعمل في ظلها الشركة إذن فالمحصلة النهائية هي أن أسعار الأسهم ستتأثر بالأوضاع الاقتصادية وحامل هذه الأسهم سيتعرض للمخاطر الاقتصادية من خلال تأثر الشركة بالدورات الاقتصادية (التضخم والكساد وعوامل العرض والطلب والأحداث العالمية... الخ).

٥/ مخاطر السوق: Market Risk

والمقصود هنا هو السوق المالية فالمستثمر بالأسهم سيتأثر بتحركات سوق الأسهم صعوداً وهبوطاً ومن المعروف أن سوق الأسهم تتحرك لأتفه الأسباب أو الشائعات وتسير أسعار الأسهم فيها سيراً عشوائياً Random Walk فهي لا تعكس الماضي بالضرورة ولذلك كان من الصعب التنبؤ بها[2].

المطلب الثاني: مصادر المخاطر:

تتمثل مصادر المخاطر في الآتي:

١/ مصادر المخاطر المنتظمة:

من هذه المصادر: تقلب في معدلات الفائدة، والتغير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومخاطر السوق وتقلب معدلات ضريبة الدخل وغيرها[3].

أ/ مخاطر معدلات الفائدة:

مخاطر معدلات الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائدة المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة

---

١) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار "المالي والحقيقي"، ط٤، (الأردن: دار وائل للنشر، ٢٠٠٧م)، ص٣٣١.

٢) زياد رمضان، مرجع سابق، ص٣٣٣.

٣) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٧.

السوقية خلال المدة الاستثمارية. فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس، وسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفائدة السوقي هو عبارة على سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي فتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره، وبالعكس سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي وبشكل عام كلما طال أجل السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة.

ب/ مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبالغ المستثمرة نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عن استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل.

ج/ المخاطر السوقية:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

وإن أكبر مثال على المخاطر السوقية، هي الحال التي أصابت بورصة نيويورك في عام ١٩٦٣م بعد ان تواردت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي، فقد حدثت عمليات

بيع هستيرية اضطرت المسئولين إلي إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جداً وعندما فتحت البورصة بعد يومين من حادث الاغتيال عادة الأسهم إلي أسعارها الاعتيادية[1].

كما ظهرت المخاطر السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية صباح يوم الاثنين الأسود في ١٩ تشرين الأول (أكتوبر) ١٩٨٧م، حيث قدرت الخسائر التي أصابت فقط المستثمرين في الأسهم في البورصات العالمية حينئذ بحوالي ٣٠٠٠ بليون دولار أمريكي، وكذلك ما حدث للأسهم الكويتية والخليجية المتداولة في سوق المناخ الكويتي حيث أدت عملية امتناع البعض عن الوفاء بالتزاماتهم المالية إلي إصابة السوق الموازية بالشلل التام، فأثر ذلك على البورصة الكويتية وانخفضت أسعار الأسهم بشكل عام انخفاضاً كبيراً للغاية.

٢/ مصادر المخاطر غير المنتظمة:من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة أخطاء الإدارة، ومخاطر الصناعة.

أ/ مخاطر الإدارة:من الممكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي علي معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

ومن أوضح الأمثلة على اثر الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية فهذه الشركة تتمتع بسمعة طيبة من حيث جودة منتجاتها وسلامة مركزها المالي، كما أنها معروفة بسمعتها الطيبة، وبجودة منتجاتها، وبإدارتها الناجحة.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلي منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة على أعمال الشركة إلي الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي Default Risk [2].

١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٨.

٢) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٩.

ب/ مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزبائنها ومموليها تتأُر بدرجة كبير بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضاً[(١)].

المطلب الثالث: طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال.

كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في ظروف الاقتصادية، يطلق على التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً.وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات[(٢)].

هو اصل تحتفظ به المنشأة لتنمية ثروتها من خلال ما يتولد عنه من ايرادات من خلال التذايد في القيمه الرأسماليه لهذا الاصل، او من اجل حصول المنشأة المستثمرة علي منافع اخري وفيما عدا الاستثمارات العقاريه ،

٢ - هشام جبر، إدارة المصارف، (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٢٣.

ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدم أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح[1].

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

أ/ المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلي زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي[2].

ب/ الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال

---

١ - زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، (عمان: دار الصفاء للنشر، ١٩٩٨م)، ص٤٠٠.

٢ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م)، ص٤١١.

حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدي ة عن القيمة المتوقعة للتدفقات.

يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم[1].

كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$|| = \frac{\sqrt{\text{مج}_{\text{س}=1}^{\text{ن}} \left(\left(\text{ق}_{(\text{س})} \right) - \left(\bar{\text{ق}} \right) \right)^{2}}}{\text{ن}}$$

حيث (||) تمثل الانحراف المعياري، ($\bar{\text{ق}}$) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما ($\text{ق}_{\text{س}}$) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلى هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر[2].

ج/ معامل الاختلاف:إن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي على كل منهم[3].

---

١ - هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص ص٣٠ -٣١.

٢ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م)، ص٢٤١.

٣ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص٤١٢.

يتم حساب معامل الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري ( ) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية[1]:

$$ف = \frac{\sigma}{ر}$$

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وبالإضافة إلي ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[2].

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد "المعلومات التاريخية":

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي.

---

١ - الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

٢ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص٢٤٢.

وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد[1].

يري الباحث ان المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة لايمكن التحكم في مصادرها بصورة نهائية بل يمكن ادارة هذه المخاطر وذلك بالعمل علي التنوع في الانشطة الاقتصادية والصناعية وبتالي التنوع في المحفظة الاستثمارية وصولا الى تقليل وتخفيض درجة المخاطر بصورة عامة سواء كانت المخاطر المنتظمة اوغير منتظمة.

يستنتج الباحث ان المخاطر المصرفية تمثل احتمالات مستقبلية قد تعرض المصارف الى حالات من الخسائر والافلاس اذا لم يتم السيطرة والتحكم فيها، المخاطر المصرفية احتمالات تحقق الفشل في تحقيق العائد المتوقع والمخطط له، الالتزام بموجهات ومقررات البنك المركزي و مقررات بازل ١١ تمثل عاملا مهما في تخفيض درجة المخاطر المصرفية، تعبر ادارة المخاصر المصرفية عن المنهج العلمي للتعامل مع المخاطر المصرفية وذلك لاستنباط المؤشرات والمعلومات لتحديد حجم المخاطر ومراقبتها وقياسها واتخاذ القرار المناسب حيالها.

---

١ - الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.



الفصل الثامن

أدوات الاستثمار في الإسلام

صيغ التمويل في المصارف الإسلامية

إن المصارف الإسلامية تقوم بصياغة الكثير من الخدمات والتسهيلات، فالمصارف الإسلامية تقوم بعمليات مختلفة تهدف جميعها إلى تدعيم التنمية في المجتمع ويأتي الاستثمار في مقدمة العمليات، وللاستثمار الإسلامي طرقا وأساليب متميزة وعديدة تهدف كلها إلى تحقيق الربح الحلال. ومن أبرز صيغ التمويل:

أولاً: المضاربة

كلمة المضاربة مأخوذة من الضرب في الأرض أي السير فيها، وتسمى عند أهل المدينة بالقراض من كلمة قرض، وتعرف المضاربة بأنها عقد بين طرفين أو أكثر يقدم أحدهما المال والأخر يشارك بجهده على أن يتم الاتفاق على نصيب كل طرف من الأطراف بالربح بنسبة معلومة من الإيراد. وتعتبر المضاربة هي الوسيلة التي تجمع بين المال والعمل بقصد استثمار الأموال التي لا يستطيع أصحابها استثمارها،كما أنها الوسيلة التي تقوم على الاستفادة من خبرات الذين لا يملكون المال. وبالنسبة للمضاربة المصرفية فهي شراكة بين عميل (مضارب) أو أكثر والمؤسسة المالية [(١)]. بحيث يوكل الأول والثاني بالعمل والتصرف في ماله بغية تحقيق الربح، على أن يكون توزيع الأرباح حسب الإتفاق المبرم بينهما في عقد المضاربة، وتتحمل المؤسسة المصرفية كافة الخسائر التي قد تنتج عن نشاطاتها مالم يخالف المضارب نصوص عقد المضاربة[(٢)].

أشكال المضاربة[(٣)]

هناك شكلين للتمويل في المضاربة لدى المصارف الإسلامية هي:

---

(١) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان،٢٠٠٧، ط٢، ص٤٠،٤١.

(٢) شلهوب، محمد علي، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٣٢.

(٣) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص٤٣-٥٠.

١) المضاربة المشتركة:

- توصيف المضاربة المشتركة

هي أن يعرض المصرف الإسلامي ـ بإعتباره مضاربا ـ على أصحاب الأموال استثمار مدخراتهم، كما يعرض المصرف ـ بإعتباره وكيل عن أصحاب الأموال ـ على أصحاب المشروعات الاستثمارية استثمار تلك الأموال، على أن توزع الأرباح حسب الإتفاق بين الأطراف الثلاثة، والخسارة على صاحب المال.

- مراحل تنفيذ المضاربة المشتركة:

أ- يتقدم أصحاب رؤوس الأموال بمدخراتهم بصورة فردية إلى المصرف الإسلامي، وذلك لاستثمارها لهم في المجالات المناسبة.

ب- يقوم المصرف بدراسة فرص الاستثمار المتاحة والمرشحة للتمويل.

ت- يخلط المصرف أموال أصحاب رؤوس الأموال ويدفع بها إلى المستثمرين كل على حدة، وبالتالي تنعقد مجموعة شركات المضاربة الثنائية بين المصرف والمستثمر.

ث- تحسب الأرباح في كل سنة بناءً على ما يسمى بالتنضيض التقديرييل[١] أوالتقويم لموجودات الشركة بعد حسم النفقات.

ج- توزع الأرباح بين الأطراف الثلاثة، صاحب رأس المال، المصرف، المضارب.

- الفروق بين المضاربة المشتركة والمضاربة الفردية:

هناك عدة فروق منها:

أ- المضاربة المشتركة لها ثلاثة أطراف، هم صاحب رأس المال، المصرف، المضارب، جميعهم يستحقون الأرباح إن حصلت، في حين المضاربة الفردية لها طرفان صاحب المال والمضارب المستثمر.

ب- المضاربة المشتركة فيها الخلط المتلاحق للأموال المستثمرة في المضاربة، أما الفردية فليس فيها خلط.

---

(١) يقصد بالتنضيض القدري في اللغة: من نضَّ المال إذا ظهر وحصل، ويقال لما تيسَّر وحصل من الدين ناضاً ؛ ويقال: نضَّ الثمن إذا حصل وتعجل، وفي الإصطلاح الفقهي هو تحويل المتاع إلى عين (دراهم أو دنانير). نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية.

ت- المضاربة المشتركة تقوم على أساس استمرارية الشركة، لأن من صفقاتها ما تنتهي بسنة ومنها ما يحتاج إلى أكثر من سنة.

ث- المضاربة المشتركة فيها ضمان لرأس المال، في حين لايجوز ذلك في المضاربة الفردية.

كيفية اقتسام الربح في المضاربة المشتركة:

عند اقتسام أرباح عمليات المضاربة تأخذ الأموال الخاصة للمصارف حصتها وأموال الودائع – الحساب الجاري – تأخذ حظها من الربح بنفس النسبة التي تأخذ بها أموال الودائع الاستثمارية التي تخلط بإذن أصحابها، وتجري عمليات المضاربة بها بواسطة المصرف مباشرة أو عن طريق دفعها لآخرين، ويمتلك المصرف نصيب إستغلال الحسابات الجارية من غير أن يشترك معه أصحاب الودائع الاستثمارية، بإعتبارها أموالاً مضمونة في ذمته، على أن يتحمل المصرف التكاليف الخاصة بالمضاربة.

٢) المضاربة المنفردة:

وهي أن يقدم المصرف الإسلامي التمويل لمشروع معين ويقوم العامل بالأعمال اللازمة، والأرباح حسب الإتفاق، ولقد قللت المصارف الإسلامية من هذا النوع إلى حد انعدامه، وذلك نتيجة ممارسات الأفراد البعيدة عن روح الشرع الحنيف، ويصلح هذا النوع من التمويل للمشروعات الصغيرة. وفي حالة وجود دور للقيم والأخلاق في المعاملات المالية كالصدق والأمانة وغيرها؛ فإن هذا النوع من التمويل له دور كبير في بناء الصناعات الصغيرة والحرف وغيرها.

أنواع المضاربة[1]

المضاربة نوعان:

١) المضاربة المطلقة (تفويض غير محدود): وهي ان تدفع المال مضاربة من غير تعيين المكان والزمان وصفة العمل، فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها حرية التصرف كيفما شاء دون الرجوع لرب المال إلا عند نهاية المضاربة.

---

(١) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، دار البراق، حلب، ٢٠١٠، ط١، ص٢٨١.

٢) المضاربة المقيدة (تفويض محدود): وهي التي يشترط فيها رب المال على المضارب بعض الشروط لضمان ماله، حيث يكون فيه تقييدات نوعية وزمانية ومكانية.

شروط المضاربة[١]:

١. يجب أن تكون قيمة المضاربة محددة المبلغ والعملة، وأن تكون أعمال المضاربة مباحة.
٢. إذا قدم العميل أصولاً غير النقد (كآلات انتاجية مثلاً) فيجب تقويمها بالمال في عقد المضاربة.
٣. يجوز أن يكون المال المضارب به متاحاً للمضارب حتى لو كان ديناً في ذمة المضارب.
٤. تتحمل المؤسسة المالية جميع الخسائر التي قد تنتج عن عمليات المضاربة، مالم بكن العميل طرفاً مسبباً لهذه الخسارة.
٥. يمكن الاتفاق على نسب مختلفة لتوزيع الأرباح بين المؤسسة المالية وعميلها، على ان يتم تحديدها بعقد المضاربة
٦. يجب أن يشير العقد إلى كافة المسؤوليات من تعدي وتقصير لكلا الطرفين، وكذلك الأتعاب التي تلزم على كلا الطرفين للآخر.
٧. بعد حلول أجل عقد المضاربة والإنتهاء من التقييم، يتوجب على المؤسسة المالية إيفاء رأس المال للعميل زائداً الربح إن وجد، وفي حال التأخر في ذلك يعتبر غبناً مالم يوافق العميل على هذا التأخير.
٨. لايجوز للمضارب الاستدانة على حساب المضاربة، وهو دائماً الضامن لرأس المال.
٩. يجوز لمؤسسة المالية اشتراط الحصول على ضمانات من المضارب لضمان رد حقوقها.
١٠. في حالة وجود ديون للمضاربة التمويلية، فإن مسؤولية تحصيلها تقع على المؤسسة المالية وتخصم تكاليف تحصيلها من أرباح المضاربة إن وجدت بحكم أنها داخلة في تكاليف عمليات المضاربة.
١١. لايضمن العميل رأس مال المضاربة إلا في حالة التعدي أو التقصير.

---

(١) شلهوب، علي محد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٣٣،٤٣٤.

١٢. يمكن حساب أتعاب تحصيل الديون المشكوك بها من الأرباح على أساس أنها جزء من نفقات تكلفة المضاربة، كما يجب تحديد الفترة التي تعتبر بها الديون معدومة.

١٣. يمكن إقتسام المبالغ الفائضة من مخصص الديون المعدومة إذا لم يتم استهلاكها بالكامل، ويجب أن يشار إلى النسبة المحددة لكلا طرفي العقد.

الضوابط الشرعية لعقد المضاربة:

مقدمة

المضاربة شركة في الربح بالمال من جانب رب المال وعمل من جانب اخر. عرف الحنفية المضاربة بانها عقد شركة في الربح بمال من جانب وعمل من جانب. عرف المالكيه المضاربة بقولهم (هي من الربح). وعرفها النووي من فقهاء الشافعية بقوله القراض والمضاربة أن يدفع اليه مالا ليتجر به والربح مشترك، والمضاربة سميت بذلك لان كل واحد منهما ضرب في الربح بسهم او لما فيه من الضرب في المال والتقليب له، وهو مصطلح اهل العراق وقد استعمل هذا المصطلح فقهاء الحنابله والحنفية والزيدية اما فقهاء المالكية والشافعية فقد اطلقو مصطلح القراض وهو مصطلح اهل الحجاز والقراض مشتق من القرض وهو القطع لان المالك يقطع للعامل قطعة من ماله يتصرف فيها وقطعه من الربح. عرفت المادة ١٤٠٤ من مجلة الاحكام العدلية المضاربة بالاتي:

المضاربة نوع شركة على أن راس المال من واحد والعمل من آخر ويقال لصاحب راس المال رب المال وللعامل مضارب.

والمضاربة يقدم فيها احد الطرفين المتعاقدين يسمى صاحب المال (رب المال) قدرا محددا من راس المال ويتصرف تصرف الشريك الموصى، بينما يقدم الطرف الآخر ويسمى المضارب (المنظم) التنظيم والدارة للقيام باي مشروع او تجارة او صناعة او خدمة بهدف تحقيق الارباح [1].

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٦٢ -٣٦٣.

المضاربة نوعان:

اولا: المضاربة المطلقة:

هي التي يحدد فيها مكان العمل ونوع التجارة او الصناعة او الخدمة والموردين او المستهلكين الذين يجوز التعامل معهم غير أن وضع قيد على اي من هذه العناصر يجعل المضاربة مقيدة.

ثانيا: المضاربة المقيدة:

يتعين على المضارب أن يحترم قيود صاحب المال فإذا خالفها المضارب كان مسؤلا وحده عن اثار هذه المخالفة. وفي المضاربة المطلقة يكون للمضارب تفويض مفتوح وله الحق في فعل كل ما تتطلبه المضاربة في اطار الاعمال المعتادة.

ويجوز الاتفاق بموجب إطار عام او مذكرة تفاهم على انشاء عقود تمويل بالمضاربة في حدود مبلغ محدد على مدى معلوم على أن ينفذ التفاهم وفق عقود مضاربة خاصة ومتتالية تحدد مذكرة التفاهم الاطار العام للتعاقد من ابراء الرغبة في التعلمل بصيغة التمويل بالمضاربة المطلقة او المقيدة سواء كانت عن طريق عمليات دورية او معاملات منفصلة وتحدد حسب توزيع الارباح ونوع الضمانات التي يقدمها المضارب في حالة التعدي او التقصير او مخالفة شروط عقد المضاربة وكل ما يلزم في هذا الخصوص.

اذا تم ابرام عقد المضاربة بناء على مذكرة التفاهم اصبحت المذكرة جزءا من اي عقد لاحق الا ما استثناه العاقدان منها.

فالمضاربة عقد مشروع وينم التعاون الاستثماري بين راس المال من جهه والعمل من جهه اخرى بحيث يكون الربح الناتج عنهما مشتركا ومشاعا بين طرفيها وقت ما يتفق عليه [1].

ويسمى الطرف الذي يدفع المال رب المال ويسمى الطرف الذي عليه العمل المضارب او العامل او المفاوض.

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ٣٦٣ -٣٦٤.

والمضاربة من الصيغ التي تستخدم غالبا في التجارة ثم توسعت توسعت استخداماته حتى شملت مجالات الاستثمار التجارية والزراعية والصناعية والخدمية وغيرها.

أن فلسفة البنوك التقليدية تقوم على جواز استئجار النقود والاسترباح منها، وان الشريعة تحرم ذلك باعتباره ربا وقد كانت صيغة التمويل بالمضاربة هي الصيغة الرئيسية التي نشأت عليها المؤسسات في جذب حسابات الاستثمار المطلقة والمقيدة وفي اعادة توظيف هذه الاموال من اوجه ونشاطات مختلفة.

وسوف تعالج هذه المضاربة في مطلبين:

المطلب الأول: استحقاق الربح في المضاربة

يستحق الربح في المضاربة لرب المال لانه نتاج ماله وللمضارب لانه نتاج عمله، اما الخسارة فيتحملها صاحب المال وحده أن دفعت بفعل او حادث خارج عن االراده المضارب وان كان توزيع الارباح يخضع لاتفاق الطرفين.

والاصل في الايداع المصرفي قيامه على الاحتفاظ الدائم بقدر من السيولة النقدية بحيث يستطيع المودع أن يسحب وديعته او جزءا منها في الموعد المحدد دون أن يؤثر ذلك في المسار العام للاستثمارات او يؤدي الى تصفية عاجلة لها.فأذا انتهت الدوره المحدده للارباح وجاء وقت تقسيم الارباح فأنه يمكن أن يتحقق استقرار الربح الموزع بأحد طريقتين:

احدهما: أنتهاء عقد المضاربه القائم بين المصرف وبين العميل ولا يرد هنا مسألة تنفيض المال وأحضاره

ثانيهما:أن يحتسبا حسابا كالقبض،وعلي هذا ففي نهاية الدوره المحدده يقوم المصرف بأجراء محاسبه دقيقه لكافة عملياته الاستثماريه حتي يعرف ماله وما عليه ثم يقوم بتقسيم الربح الذي يكون مستقرا في هذه الحاله

والمقصود بالتنضيف هو تحويل العروض الي نقود [1].

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ٣٦٥ -٣٧٧.

الفقهاء يعتبرون الربح وقية لرأس المال وعليه فأنه أذا لم يسلم الاصل فلا يقال أن هناك ربحا قابلا للقسمه وقد وضع الفقهاء من اجل حماية رأس المال منهجا حسابيا دقيقا فلم يعتبروا تحقق أي ربح في المضاربة الا اذا عاد رأس المال كما كان سلبقا ومن نفس صفة النقد المدفوع في بداية العقد، ذلك لان المضاربة تقتضي رد رأس المال علي صفته، وعلي هذا الاساس فأنه يجب في المضاربة المشتركه اجراء تصفيه حسابيه سنويه وبيان مقدار الربح من اجل الوصول الي سلامة رأس المال الي المضاربين، بل يكتفي في ذلك بمجرد تنضيفه، وعلي هذا الأساس فأن أجراء عملية الحساب وتنضيف رأس المال وتقويمة كافيه لاستمرار المضاربة المشتركه وهذا ما يقلق بالاستثمارات التي يمكن تصفيتها سنويا[1].

واتفق الفقهاء على أن من شروط المضاربة أن يتفق المتعاقدين على كيفية توزيع الربح بينهما وان ينص علي ذلك في العقد لان المعقود عليه هو الربح، وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد ويجب أن يكون الربح شائعة ولا يجوز أن يحدد بمبلغ[2].

فالمضاربة لا تتحقق الا بالاشتراك في الربح، لان المضاربة من عقود المشاركات وتقوم المشاركات على العدل بين الشريكين، فأذا أختص أحداهما بالربح دون الاخر لم يكن هذا عدلا، وذلك بخلاف ما أذا كان لكل منهما جزء شائع يشتركان في المغنم والمغرم طبقا للقاعده الاصولية الغرم بالغنم وهذا شرط اساسي في المضاربة وهو الذي يميز المضابة على القرض.اذا خلط المضارب مال المضاربة بماله فأنه يصيد مشاركا بماله ومضاربا بمال الاخر ويقسم الربح الحاصل علي المالين فيأخذ المضارب ربح ماله ويقسم مال المضاربة بينه وبين رب المال على الوجه الذي شرطاه. يري الحنفيه والمالكيه والشافعيه في قول لهم أن ما تلف من مال المضاربة قبل التصرف يجب جبره وتعتبر الجزء التالف من الربح اللاحق حتي يستوفي رب المال رأس ماله كاملا، اما القول الراجح عند الشافعيه والحنابله هو لا يجبر النقص من الربح اللاحق وأنما يحسب ما تلف من رأس

١ - د. عبد الستار غدة، بحث الفوارق التطبيقية بين المضاربة الفردية والمضاربة المشتركة، (القاهرة: ١٩٨٦م) ص ٩٨.

٢ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ٣٧٧ -٣٨٠.

المال وتنفسخ المضاربة فيما تلف من مالها قبل عمل المضارب ويصير الباقي هو رأس وال المضاربة[1].

المطلب الثاني: التكييف الشرعي للمضاربة

اختلف الفقهاء في طبيعة عقد المضاربه، هل من عقود المعاوضة كالاجارة او هي من عقود الشركات ؟ ذهب جمهور الفقهاء الي انها من جنس المعاوضات كالايجار معتبرين جهالة الاجرفيها اعتبار أن العامل لا يعلم المقدار الذي سينال منها بجعلها وارد غير القياس والى هذا ذهب الحنفيه والمالكيه والشافعيه، اما الحنابله فقد الحقوا هذا العقد بعقود المشاركات فهي عندهم متمشيه مع القياس ويري المالكيه المضاربه وكاله من نوع خاص. ويعتبرها الحنفيه امانه من بدايتها لان المال تحت يد المضارب يأخذ بأمر من صاحبه وتصبح وكاله عندما يبدا في تنفيذ العمليه لانه يستخدم مال غيره فهو كالوكيل عنه في استعماله ثم في النهايه شركه لان الارباح المتحققه منها يشترك فيها الطرفان، وهي في نظرهم شركه في الربح اساسا [2].

ويتفق الشافعيه علي انها في اولها وكالة لان المضاربيتصرف في مال غيره باذنه ولكنهم يختلفون في نهايتها بين ما يري بأنها جهاله لان المضارب لا ينال نصيبه من الربح الا بعد التوزيع وبين من ذهب الى انها شركة باعتبار أن الطرفين شركاء في الربح.

ويري الحنابله انها امانه ووكاله في البدايه واذا حققت اباحا صارت شركة واذا فسدت انقلبت اجاره.

يقول الكاساني وهو من فقهاء المذهب الحنفي القياس[3].

(اى عقد المضاربه) لا يجوز لانه استئجار بأجر مجهول بل بأجر معدوم والعمل مجهول لكننا تركنا القياس بالكتاب العزيز والسنه وقد صرح المالكيه في تعريف القرض بانه ايجار علي التجر في مال يجزء من ربحه ومن عبارات الشافعيه ما يفهم من ذلك ايضا

---

١ - د. الدسوقي، الشرح الكبير، المجلة العدد الثالث، ص ٥١٧.

٢ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٨٢ -٣٨٣

٣ - الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ص ٣٨٧.

فقد جاء في معني المحتاج هو كما قيل رخصه خارج قياس الايجارات كما خرجت المساقاه محره البيع مال ما يخلق، والحواله من بيع المدين بالدين والطريق من المزاينه.
اما الذين التحقوها بالمشاركه فقد نظروا الي أن العمل فيها ليس مقصودا بذاته وانما المقصود هو المال وليس العبره في عمل العامل بل فيها يتحقق من ذلك العمل من ربح ومهما عمل العامل من عمل ولم يربح شيئا فان احد منهما لم يخسر شيئا.

فجمهور الفقهاءمتفق أن المضارب نائب عن رب المال ينفذ تصرفاته في المال بيده باعتباره وكيلا عنه ولذلك يشترط فيه شروط الوكيل. اذا تعمد المضارب افساد المضاربه بان فعل ما نهاه عنه رب المال او فعل ما لا يحق له أن يعمل، فمذهب الجمهور بانه يصير بثابة الغاصب للمال ومن ثم يضمن اذااذا يصير متصرفا في مال غيره بغير اذنه فلزمة الضمان كالغاصب. ويري البعض أن فسلد الشرط اذا كان بسبب جهالة في الربح فسدت المضاربه لان الفساد كان في العوض المعقود عليه وهو ركن من اركان المضاربه.

يفسد العقد وما عدا ذلك فيفسد الشروط وحه وهذا مذهب الحنفيه والحنابلة ويري البعض أن كل شرط فاسد يفسد العقد وهذا مذهب المالكيه ويري البعض أن الشروط الفاسده لا يستلزم منها فساد العقد مطلقا فيكون العقد صحيحا ويبطل الشروط وحده وهذا قول مذهب الحنفيه[1].

ثانياً: المشاركات

المشاركة هي صورة قريبة من المضاربة والفرق الأساسي بينهما أنه في حالة المضاربة يتم تقديم رأس مال من قبل صاحب المال وحده. أما في حالة المشاركة فإن رأس المال يقدم بين الطرفين ويحدد عقد المشاركة الشروط الخاصة بين الأطراف المختلفة.

تعرف المشاركة:[2]

يقصد بها شركة الأموال، وهي أي عقد ينشأ بين شخصين أو أكثر في رأس المال أو الجهد الإداراي بغرض ممارسة أعمال تجارية تدر الربح. والمشاركة المصرفية عبارة عن

---

١ - ابن عابدين، تكملية فتح القدير، الجزء الثامن، ص ٤٥١.

(٢) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٣٥.

صيغة استثمارية وتمويلية متوافقة مع الشريعة، ويمكن أن تشترك فيها عدة أطراف مع المصرف، وتهدف المشاركة مع المصرف من قبل الأفراد إلى تحقيق أرباح من وراء المشاركة بالمال، بينما يبحث المصرف في المشاركة عن تمويل، والعكس صحيح في حال دخول المصرف في مشاركة بأعمال التجارة مع أحد عملائه من التجار.

أنواع المشاركات[1]

تتعد أنواع المشاركات وفقاً للمنظور إلى:

١) المشاركة الثابتة (طويل الأجل):

هي نوع من المشاركة تعتمد على مساهمة المصرف في تمويل جزء من رأس مال مشروع معين، مما يترتب عليه أن يكون شريكاً في ملكية هذا المشروع وشريكاً كذلك في كل ما ينتج عنه ربح أو خسارة بالنسب المتفق عليها والقواعد الحاكمة لشروط المشاركة. وفي هذا الشكل تبقى لكل طرف من الأطراف حصص ثابتة في المشروع، الذي يأخذ شكلاً قانونياً كشركة تضامن او شركة توصية.

٢) المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك:

المشاركة المتناقصة أو المشاركة المنتهية بالتمليك هي نوع من المشاركة يكون من حق الشريك فيها أن يحل محل المصرف في ملكية المشروع إما دفعة واحدة أو على دفعات حسبما تقتضي الشروط المتفق عليها وطبيعة العملية، ومن صور المشاركة المناقصة المنتهية بالتمليك:

أ- الصورة الأولى: أن يتفق المصرف مع الشريك على ان يكون إحلال هذا الشريك محل المصرف بعقد مستقل يتم بعد إتمام التعاقد الخاص بعملية المشاركة، بحيث يكون للشريكين حرية كاملة في التصرف ببيع حصته لشريكه او غيره.

ب- الصورة الثانية: أن يتفق المصرف مع الشريك على المشاركة في التمويل الكلي أو الجزئي لمشروع ذي دخل متوقع، وذلك على أساس اتفاق المصرف

---

(١) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص٢٧٦.

مع الشريك الآخر لحصول المصرف على حصة نسبية من صافي الدخل المحقق فعلاً مع حقه بالاحتفاظ بالجزء المتبقي من الإيراد أو أي قدر يُتفق عليه ليكون ذلك الجزء مخصصاً لتسديد أصل ما قدمه المصرف من تمويل. عندما يسدد الشريك ذلك التمويل تؤول الملكية له وحده.

ت- الصورة الثالثة: يحدد نصيب كل شريك حصص أو أسهم يكون لها قيمة معينة ويمثل مجموعها إجمالي قيمة المشروع أو العملية، وللشريك إذا شاء أن يقتني من هذه الأسهم المملوكة للمصرف عدداً معيناً بحيث تتناقص أسهم المصرف بمقدار ما وتزيد أسهم الشريك إلى أن يمتلك كامل الأسهم فتصبح ملكية كاملة.

٣) المشاركة المتغيرة:

هي البديل عن التمويل بالحساب الجاري المدين، حيث يُمول العميل بدفعات نقدية حسب احتياجه ثم تؤخذحصة من الأرباح النقدية أثناء العام.

بعض أنواع الشركات في الفقه الإسلامي[1]

١) شركة الإباحة:

وهي عبارة عن اشتراك العامة في حق تملك الأشياء المباحة التي ليست في الأصل ملكاً لأحد الحق في أخذها أو إحرازها كالماء والمعادن.والمقصود بالعامة جميع الناس وأما حق التملك فهو حق القدرة على التصرف. وهذه الشركة تضم الاشياء العامة التي يشترك فيها جميع الناس، وأباح لهم الشارع استعمالها أو استهلاكها، وهي:

- الماء : يشمل ماء البحر وماء الأودية العظيمة وماء الأودية الخاصة وماء العيون والآبار.
- الكلأ: وهو الحشيش أو العشب الذي ينبت في أرض غير مملوكة.
- النار: ويراد بها الحطب (الوقود).

---

(١) الهيتي، قيصر عبد الكريم، أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على البورصات، دار أرسلان، دمشق، ٢٠٠٦، ط١، ص٩٨ -١٠٩.

٢) شركة الأملاك:

وهي اشتراك شخصين أو أكثر في ملك عين معينة ذات قيمة مالية فلا يجوز لأحدهما أن يتصرف بنصيب الآخر إلا بإذنه وكل واحد منهما في نصيب صاحبه كالأجنبي وتقسم إلى:

- شركة الإرث: هي اجتماع الورثة في ملك عين عن طريق الميراث.
- شركة الغنيمة: هي اجتماع الجيش في ملك الغنيمة
- شركة المبتاعين: هي أن يجتمع أثنان أو أكثر في ملك الغنيمة.

٣) شركة العقد:

هي عبارة عن عقد بين طرفين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال والأرباح الناتجة عن استثماره وتقسم الشركة إلى:

- شركة العنان: وهي أحد أنواع شركات العقود التي تم الاتفاق فيها بين الأطراف المتشاركة على عدم تصرف أي شريك إلا بإذن صاحبه. وتعتبر من أنسب الصيغ الاستثمارية في المصارف الإسلامية مثل المشاركة الدائمة والمشاركة المنتهية بالتمليك.
- شركة المفاوضة: وهي عبارة عن اتفاق بين أثنين أو أكثر على المشاركة بمال يصح الإشتراك عليه، على أن يتساويا في رأس المال والربح والتصرف والدين.
- شركة الأبدان: هي أن يشترك صانعان اتفقا في الصنعة أو اختلفا على أن يتقبلا الأعمال ويكون الكسب بينهما. وتسمى شركة التقبل أيضاً لأن كل واحد من الشركاء ينوب عن صاحبه في تقبل الأعمال التي ستسند إليهم.
- شركة الوجوه: إطلاق أسم الوجوه على هذه الشركة مأخوذ من الجاه أو الوجه، لأن القائمين بها يتاجرون من وجاهة عند الآخرين، معتمدين على ثقتهم بهم دون أن يكون لهم رصيد من مال.

شروط المشاركة:[1]

١. يجب أن يتم تحديد حصة كل مشارك في رأس مال المشاركة، ويمكن أن تكون المشاركات متفاوتة.

٢. يجب أن يكون رأس المال متوفراً في مكان أو حساب محدد عند توقيع عقد المشاركة.

٣. يمكن أن يقوم الشركاء بتوكيل أحدهم أو مجموعة منهم أو غيرهم للقيام بأمور إدارة رأس المال.

٤. يجب تقييم جميع أشكال المشاركات غير التقليدية (كالأرض مثلاً) بقيمة عملة واحدة وتحدد بناءً عليها نسبة المساهمة في رأس مال المشاركة.

٥. بمجرد إنعقاد الشركة تنشأ عليها ذمة مستقلة للمشاركة.

٦. يجوز أن يتم المشاركة بين جهات شخصية أو إعتبارية على حد سواء.

٧. يمكن أن يتم توزيع الأرباح حسب اتفاق المشاركين، بينما يجب أن يتم توزيع الخسارة بين المشاركين في التساوي بناءً على نسبة مشاركتهم برأس المال.

٨. يمكن أن يدخل الشركاء بديون لهم في ذمة شركاء آخرين شريطة أن يتم دفع كامل الدين لحظة توقيع عقد المشاركة.

٩. في حالات التعدي والمخالفة لشروط عقد المشاركة من قبل أحد أطراف المشاركة، فإنه يجوز اشتراط ضمان رأس المال، ولايجوز الاشتراط في غير هذه الحالة أبداً.

١٠. لايجوز تحديد ربح معين من دخل المشاركة عن فترة محددة أو كمبلغ محدد.

١١. يمكن أن ينص عقد المشاركة على السماح للمصرف في أن بييع حصته بسعر معين بتاريخ محدد، إلا أنه لايلزم الشركاء بالشراء.

١٢. يمكن أن ينص عقد المشاركة على تحديد حصة أحد الشركاء بحد معين ليتم السحب منها عند الحاجة.

١٣. يمكن أن يعقد عميل أو عدة عملاء اتفاقاً مع المصرف المشارك بشراء حصته في المشاركة خلال فترة زمنية محددة، على أن يذكر ذلك في عقد المشاركة ويكون العملاء غير ملزمين بذلك.

---

(١) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٣٦، ٤٣٧.

الضوابط الشرعية لعقد المشاركة

المقدمة:

تقوم المصارف الإسلامية بعمليات متنوعة تساعد على تدعيم تنمية المجتمع ومن ابرز هذه العمليات عملية استثمار الاموال المودعة لديها مع الالتزام بأسس استثمار رأس المال الإسلامي وهي تحريم الربا وتحريم الاحتكار.

والمشاركة هي أن يشترك اثنان او اكثر باموال مشتركة بينهم في اعمال زراعية او تجارية او صناعية او خدمية ويكون توزيع الارباح بينهم حسب نسبة معلومة من الربح ولا يشترط المساواة في المسؤليات او في نسبة الربح، اما الخسارة فهي بنسب حصص راس المال وقد تكون المشاركة بين المصرف وعملائه في عملية واحدة وتنتهي بانتهاء تنفيذها وتسمى المشاركة في صفقة معينة، او قد تكون مشاركة ثابتة تنتهي بانتهاء المشروع وتسمى المشاركة الدائمة وتوزيع نسب الربح فيها وفقا لنسب راس المال فيجب تخصيص نسبة من الربح عن جهد العمل ثم يوزع الباقي حسب نسب راس المال بينهما.

فالمشاركة التمويلية تكون بان يقدم الممول مبلغ التمويل الى الشخص في مؤسسته او شركت لمدة معينة متفق عليها ويقتسمان في اخرها نتائج المشروع وتستعمل المشاركة التمويلية في تمويل راس المال الثابت وتمويل راس المال العامل بحسب مدتها والهدف التمويلي المقصود منها ويحصل فيها دائما تقييم للمؤسسة بتاريخ بدء المشاركة التمويلية وتعتبر قيمة ذلك التقييم هي حصة الممول او المستفيد من التمويل ويقابل ذلك مبلغ التويل الذي يقدمه المصرف الإسلامي[1].

والتمويل بالمشاركة في راس المال يكون اما لمدة غير محددة كما هو الحال في اسهم شركات المساهمة او شركات التوصية او يكون لمدة محددة قصيرة او متوسطة او طويلة الاجل كما هو الحال في القرض والسلف والسندات الحكومية، ومن الصعب في الاقتصاد الإسلامي العثور على تمويل متوسط او طويل الاجل دون المشاركة في الملكية

---

١ - د. محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، مرجع سابق، ص ٩٤.

والادارة ولا يمكن لاي شخص أن يكسب دخلا من مدخراته دون أن يتحمل نصيبه من مخاطر العمل مبهذا فان ملكية المشروع ومخاطرها يصبح توزيعها في الاقتصاد الإسلامي اوسع مدى من توزيعها في النظام الراسمالي[1].

والشركة هي اشكال تنظيم المشروعات حيث يسهم شخصان او اكثر في تمويل العمل وادارته بنسب متساوية او مختلفة ويتم تققم الارباح بنسب عادلة متساوي متفق عليها بين الشركاء، اما الخسارة فيتم تحملها بنسب راس المال اما الشركات المساهمة للمؤسسات المالية فتعد انسب اشكال الاستثمار المتاحة المدخرين الذين ليس لهم مشاريع خاصة يستثمرون فيها مدخراتهم ولا لديهم القدرة على تقويم المشاريع القائمة ولا على أن يصبحو شركاء موصين فاسهم الشركاء اكثر جاذبية لهم نظرا للسهولة النسبية التي يمكنهم بها شراء هذه الاسهم حينما يرغبون في الاستثمار او بيعها وقت يحتاجون الى السيولة على انه من الضروري اصلاح شركات المساهمة وفقا لتعاليم الاسلام من اجل حماية مصالح المساهمين والمستهلكين.

أن التمويل بالمشاركة خلاف التمويل بالقروض يساعد على استبعاد امكانية قيام هيكل تمويل ضخم قائم على قاعدة مشاركة ضيقه في شكل الهرم الذي يدعمه التمويل الربوي[2].

المعالم المحددة لطبيعة المشاركة في المصارف الإسلامية تتمثل في الاتي:

- أن المال والعمل شراكة بين الطرفين (المصرف والعميل).
- أن نصيب كل من الطرفين جزء شائع من الربح وليس نسبة الى راس المال ويقصد بالربح الربح الفعلي المتحقق بعد نهاية العملية (المشاركة) او على فترات خلال حياة الشركة.

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٤٣ -٣٤٥..

٢ - محمد عمر شابرا، مرجع سبق ذكره، ص ١٠١.

- يتم الاتفاق مقدما بين الطرفين على نسبة تقسيم الربح الصافي منها للجهالة والضرر ويتم احتساب نسبة من صافي الربح مقابل الادارة والاعمال المرتبطة بالبيوع والتسويق والتوزيع، وبعد ذلك يتم توزيع الربح الباقي من صافي الربح بنسبة حصة كل شريك من مال المشاركة وقد اجاز الفقهاء التفاضل في الربح ولكن في حالة الخسارة تكون حسب نسبة المساهمة في راس المال فقط.

التمويل بالمشاركة:

لقد كان التمويل بالقروض وما زال يمثل مصدرا هاما من مصادر التمويل وذلك لرغبة كثير من الشركاء في المتاجرة على ملكيتها في الاموال الاقتصادية المزدهرة، حيث أن المتاجرة على الملكية تعظم العائد للملاك ولا سيما في فترات الازدهار وترى البنوك التجارية وبنوك الاستثمار أن اعطاء تسهيلات ائتمانية وقروض لعملائها يحقق لها عائد مسحوبا مخاطرته يكفي لدفع الفوائد على الودائع وتحقيق عائد مجزي لاصحاب تلك البنوك.ومن المعروف أن معظم البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والاعمال تقوم بتمويل الشركات من خلال قواعد مصرفية مستثمرة تحقق ما يطلق عليه بالقرض السليم [1].

وتتلخص هذه القواعد في التأكد من شخصسة المقترض ومن قدرته على تحقيق مكاسب تكفي لسد الفائدة وسداد الاقساط، وكذلك من ملائمة راسماله في القرض، ومن المعروف أن البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والاعمال تعلق اهمية كبيرة على الضمان العيني ليكون المرجع الاخير في حالة تعثر المقترض.

فان كثيرا من الشركات التي ترغب في الحصول على اموال في مراحل التوسع الاولى لا تجد مصادر تمويلية مناسبة وذلك لان البنوك التجارية غالبا ما تتهرب من التمويل (راس المال باعتباره المال اللزم للابتكار والتجارب في المراحل الاولى) فالبنوك التجارية ترحب بالتمويل عندما تكون المكاسب واضحة والمخاطر معقولة.

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٤٦ -٣٤٧.

وتجد معظم الشركات صعوبة في الحصـول علـى احتياجـات هـا التمويليـة مـن البنوك التجارية في مرحلة البحـوث الاساسـية وفي بدايـة المرحلـة التجاريـة وفي مرحلـة التقادم ولكنها لا تجد في منتصف المرحلة التجارية او مرحلـة التوسـع ويظهـر الترحيـب بالتمويل للبنوك التجارية في تحقيق شروط التمويل وكذلك في تقليل او الغاء الضمانات.

ولذلك فان كثيرا من الشركات تسعى للحصول على تمويل بالمشاركة لسد تلـك الفجوات التمويلية وهي غالبا ما تحاول الالتجاء الى البنوك المتخصصة وبنوك الاسـتثمار والاعمال على اعتبارات طبيعية في تلك البنـود تجعـل مـن الممكـن اعطـاء تمويـل لفـترة طويلة.ويوفر التمويل بالمشاركة الاموال اللازمـة دون مخـاطرة ماليـة متمثلـة في الالتـزام بدفع فوائد بصرف النظر عن نتيجة الاعمال والالتزام بدفع اقسـاط بصـرف النظـر عـن السيولة التي عليها.

أن التمويل بالمشاركة اكثر ضمانا لنجـاح المشـروعات الصـغيرة عـن الاقـتراض فمن المعروف أن معدلات الفشـل للمشـروعات الصـغيرة والكـبيرة يكـون مـن قصـور الدراسات الاقتصادية ومن قصور في الادارة ونقـص في التخطـيط وسـوء في القيـادة الى الظروف البيئية وظروف الاسواق.والتمويل بالمشاركة ملائم للمشـروعات الـتي تتصـف بمخاطر خاصة بصناعتها كما انـه ملائـم للمشـروعات في الاحـوال الاقتصـادية العاديـة والبيئية، وبالرغم من هذه المزايا الخاصة بالتمويل بالمشاركة من منظـور الشـركات طالبـة التمويل الا أن البنوك التي تمول باسلوب المشاركة تتعرض لكثير من المخاطر ومن اهمهـا تلك الناتجة عن من الشكل القانوني للشركة ولعل من مخاطر التمويل بالمشـاركة الموقـف التمويلي قبل المشاركة وحجم المشاركة وطـول مـدة المشـاركة ودى امكانيـة بيـع حصـة البنك الممول ولكن اكبر مصدر للمخـاطر ينـتج مـن اخلاقيـات رئـيس الشـلركة طالبـة التمويل بالمشاركة. فالتمويل بالمشـاركة يحتـاج الى شـريك فاضـل وعلـى قـدر كـبير مـن الاخلاق وطموح يريد المكاسب ويذهب الى البنك عندمت يريـد تحسـين اوضـاعه وهنـا تكون نسبة الارباح التي يأخذها البنك عالية بحيث تعوض نسبة تلك المخاطر[1].

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ٣٤٨.

ضوابط المشاركة:

يشترط من التمويل بالمشاركة أن يكون كل شريك اهلا للتوكل والتوكب يعني أن يكون الشريك متمتعا بالاهلية الكاملة التي تجعله أهلا للتصرف بالوكالة وبالاصالة في أن واحد ويشترط في رأس المال المقدم أن يكون من النقود المتداولة والتي تتمتع بالقبول العام والمعترف بها في تقسيم الاشياء كما اجاز بعض الحنابلة أن يكون راس مال المشاركة من العروض على أن يتم تقويمها عند التعاقد.

وأن يكون راس المال معلوم القدر والجنس لعدم حدوث عذر والذي يفضي الى نزاع عند التصفية وتوزيع الناتج والا يكون راس المال ينافي زمة احد الشركاء.

ويلزم لصحة عقد المشاركة بالاضافة الى الشروط العامة المتعلقة بالعقد (الاهلية والمحل والصيغة) وقد اتفق الفقهاء حول بعض الشروط واختلفو حول البعض.

الشروط المتفق عليه في المشاركة:

- أن يكون راس مال المشاركة معلوم القدر من الاموال التي تتعين بالتعيين وهي العملات المتداولة واختلفوا في صحة غيرها كالعروض وتسير المصارف الإسلامية على الراي الواسع الذي يوافق طلاقة التشريع الإسلامي والذي يجيزها بالعروض يوم إبرام عقد المشاركة بالأسعار الجارية.
- أن يكون كل شريك آهلا للتوكيل اي أن يكون متمتعا بالأهلية التي تمكنه من أن يكون اصيلا عن نفسه ووكيلا عن غيره من الشركاء.
- أن يكون الربح معلوم المقدار لان جهالته تفسد الشركة باعتبار أن الربح بمثابة المعقود عليه واذا جهل المعقود عليه فسدت الشركة[1].

- أن يكون الربح للطرفين بنسبة شائعة عن جملة الربح فإن اساء به احدهم بطلت الشركة وان تكون الخسارة بقدر نصيب كل شريك في الاصل (راس مال الشركة).

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٥٠-٣٥١.

- أن تكون يد المشارك يد امانة في كل ما يختص باعمال واموال الشركة ولا يضمن الا ما اتلف وعقد الشركة (المشاركة) عقد غير لاغزم في حق الطرفين ولكل شريك الحق في أن يفسخ العقد متى شاء بشرط أن يكون ذلك بحضور الشريك الاخر وبجواز الفسخ اذا لم يترتب عليه ضرر فان تلرتب عليه ضرر منع من الفسخ حتى يزول المانع تمشيا مع القاعدة الشرعية (لا ضرر ولا ضرارا).

المشاركة في المصرف الإسلامي:

المشاركة في المصرف الإسلامي تأخذ عدة طرق لتنفيذها حسب الصيغة التي تحكم العقد وتتمثل طرق المشاركة في اربع طرق وهي:

المشاركة المباشرة: (تمويل صفقة معينة)

وهذا النوع من المشاركة يدخل فيه المصرف الإسلامي شريكا في عملية تجارية او استثمارية مستقلة عن بعضها البعض حتى بالنسبة للمشروع الواحد وتختص بنوع واحد او عدد معين او محدد من السلع ويطلب المصرف في هذا النوع من المشاركة مساهمة مالية من الشريك تتراوح بين ٢٥٪ الى ٤٠٪ تبعا لنوع العمليات تجارية داخلية او تجارية خارجية، وفي هذه الحالة يتم توزيع الارباح بين الطرفين كل على حسب مساهمته في رأس مال الصفقة.

المشاركة الدائمة:

في هذه المشاركة يشارك المصرف الإسلامي شخص او اكثر في احدى المؤسسات التجارية او غيرها عن طريق التمويل المشترك، فيستحق كل واحد من الشركاء نصيبه من ارباح ذلك المشروع وتكون المحاسبة عن الخسائر والارباح بعد نهاية كل سنة مالية[1].

المشاركة في راس مال المشروع تسمى المشاركة التشغيلية في راس مال المشروع او المساهمة في تمويل راس مال المشروع حيث يقوم المصرف بتقييم اصول الشريك ليحدد

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٥١-٣٥٢.

حجم التمويل الذي سيقدمه ويشترط الا تقل مساهمة الشريك عن ١٥ ٪ من جملة راس مال المنشأة الذي سيتم تشغيله وفي المجال الصناعي فان المصرف لا يشترط على الشريك تقديم اي مساهمة مالية إذ أن المساهمة في هذه الحالة تكون هي الاصول التي تم تقييمها وتمثل حصة الشريك بالاضافة الى جانب جهده الإداري.

المشاركة المنتهية بالتمليك:

في هذا النوع من المشاركة يساهم المصرف الإسلامي في راس مال شركة او منشأة تجارية او عقارية او زرلاعية مع شريك او اكثر وعندها يستحق كل من الشركاء نصيبه في الارباح بموجب الاتفاق الوارد في العقد مع وعد من المصرف الإسلامي أن يتنازل عن حقوقه عن طريق بيع اسهمه الى شركائه وشركاء يعدون بشراء اسهم المصرف والحلول محله في الملكية سواء على دفعة واحدة او على دفعات حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها.

تكلفة التمويل بالمشاركة:

من تحليل كيفية حساب التكلفة المرجحة للأموال يتضح لنا أن تكلفة التمويل بالاقتراض هي سعر الفائدة مخفضا بالأثر الضريبي ولذلك فان تكلفة التمويل بالاقتراض دائما اقل من سعر الفائدة طالما خضعت الشركة لضريبة الارباح التجارية والصناعية، كما تبين أن تكلفة التمويل بإصدار اسهم عادية او حتى ارباح محتجزة فهي تكلفة تعكس تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاموال مع عمل التعديلات الخاصة بمصاريف الاصدار وسعر الإصدار نفسه.

من الطبيعي أن تكون تكلفة الفرصة البديلة للاموال المملوكة اعلى من معدل الفائدة السائد [١].

في السوق والا تحول المستثمرون من الشركات التي يملكونها واودعو اموالهم في البنوك.

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٥٢-٣٥٣.

واذا نظرنا الى تكلفة التمويل بالمشاركة فنجد انه لا يوجد بالنسبة للاموال المـأخوذة علـى سبيل المشاركة اي تكلفة نقدية مثـل تكلفـة القـروض، فمشـاركة الممـول هنـا مشـاركة بالرباح.

واذا كانت التكلفة المرجحة للاموال في هذه الحالة منخفضة نتيجة عـدم الإلـزام بدفع فوائد او عائـد محـدد مقـدما فيجـب أن نتوقـع أن معـدل الخصـم الـذي يسـتخدم لإستخراج صافي القيمة الحالية سيكون منخفضا ايضا وهو ما يسمح بالقيام باسـتثمارات عائدها صغير اذا كان يحقق حاجات انسانية اساسية للقاعدة العريضة للجماهير. وبطبيعة الحال سنتصور أن هذه القضية ليست بهذه السهولة حيث أن البنوك التي تقـوم بالتمويـل تتوقع عائدا يساوي على الاقل العائد الساري في السوق، ولا سيما اذا كانت المجتمعـات تحوي نوعين من البنوك: البنوك التقليدية التي تتعامل بالفائدة، والبنوك الإسلامية الـتي لا تتعامل بالفائدة[1].

ثالثا: المرابحة

هي بيع بمثل الثمن الأول الذي تم الشراء به مع زيادة ربح، أي بيع الشيء بمثل ثمن شراءه من البائع الأول مع هامش من الربح معلوم ومتفق عليه أو مقطوع مثل جنيه سوداني أو بنسبة معينة من ثمنه الأصلي أو ماشابه ذلك[2]. والمرابحة في المصرف هي تقديم طلب للبنك بأن يقوم بشراء سلعة معينة وبيعها للعميل مقابل ربح محدد، وتأتي هذه الصيغة التمويلية لتبية احتياجات العملاء من السلع[3]. ويتميز بيع المرابحة في المصرف بحالتين:[4]

الحالة الأولى:

هي الوكالة بالشراء مقابل أجر. فمثلاً يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة ذات أوصاف محددة، بحيث يدفع ثمنها إلى المصرف مضافاً إليه أجر معين، مع مراعاة خبرة المصرف في القيام بمثل هذا العمل.

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٣٥٢ -٣٥٣.

(٢) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص٧٣.

(٣) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سابق الذكر، ص٤٢٧.

(٤) صوان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر،عمان، ٢٠٠١، ص١٥٢.

الحالة الثانية:

قد يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة محددة الأوصاف، بعد الإتفاق على تكلفة شرائها ثم إضافة ربح معلوم عليها. ويتضمن هذا النوع من التعامل وعداً من العميل بشراء السلعة حسب الشروط المتفق عليها، ووعداً آخر من المصرف بإتمام هذا البيع طبقاً لذات الشروط. فالبيع الخاص للمرابحة في المصرف يكون بصيغة الآمر للشراء.

ضوابط الاستثمار عن طريق بيع المرابحة للآمر بالشراء[1]

١. تحديد مواصفات السلعة وزناً أو عداً أو كيلاً أو وصفاً تحديداً نافياً للجهالة.
٢. أن يعلم المشتري الثاني بثمن السلعة الأول التي أشترى بها البائع الثاني (المشتري الأول).
٣. أن يكون الربح معلوماً لأنه بعض من الثمن سواء كان مبلغاً محدداً أو نسبة من ثمن السلعة معلوم.
٤. أن يكون العقد الأول صحيحاً.
٥. ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا.
٦. أن يتفق الطرفان على باقي شروط المواعدة من زمان ومكان وكيفية التسليم.

الضوابط الشرعية للعقود المصرفية (المرابحه):

العقود في المصارف الإسلامية تتعدد وتتنوع وعلى راس هذه العقود ياتي عقد المرابحة وهو البيع براس المال المبيع مع زيادة ربح معلوم فيبيح ماك السلعة سلعته للمشتري براسمالها وزيادة ربح متفق عليه بينهما، وثاني هذه العقود هو عقد السلم وهو عقد بيع الملك في الثمن وفي المثمن (المبيع) مؤجلا الى أن يشتري المصرف السلعة ويسدد ثمنها حالا البائع على أن يسلم المبيع في وقت لاحق يحدد في العقد.

المرابحه لغة: المرابحه مفاعله من الربح: قال بن منظور: الربح والرباح النماء في التجر، واربحته على سلعته اي اعطيته ربحا وقد اربحه بمتاعه واعطاه مالا مرابحة اي على الربح

---

(١) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص٢٧٣،٢٧٤.

بينهما، وبعت الشئ مرابحه فيقال بعته: السلعة مرابحه على كل عشرة دنانير كذلك اشتريته مرابحه ولا بد من تسميته ربح.

عرف الحنفية المرابحة بانها بيع بزيادة معلومة على ما ملكت به، وعرفها ابن عرفة من المالكية فقال: المرابحه بيع مرتب ثمنه على بيع تقدمه غير لازم مساواته فقوله (غير لازم مساواته) يصدق على ما اذا كان ثمن البيع الثاني مساو للاول او ازيد او انقص منه فوصل الى انه اذا كان ثمن البيع الثاني ازيد من الأول يسمى الاقاله والتوليه واذا كان ثمن البيع الثاني انقص من الأول فيسمى بالوضعيه واطلا المرابحه على الوضعية والمساواة باعتبار ربح البائع بالثمن لانتفاعه به اذ قد يشتري سلعة اخرى يربح فيها وانتفاع المشتري بالسلعة اذ يبيعها فيربح فيها.

وعرفها الرافعي من الشافعية بقوله (عقد بني الثمن فيه ثمن المبيع الأول مع زيادة)، وقال بن قدامه(بيع المرابحه هو البيع براس المال وربح معلوم).

بيع المرابحه:هو بيع السلعة بمثل الثمن الأول الذي اشترى به مع زيادة ربح معلوم متفق عليه بمبلغ مقطوع او بنسبة من الثمن الأول[1].

الضوابط الشرعية لعقد المرابحه:

وبيع المرابحه بجانب بيع التوليه وبيع الوضعية هو من بيوع الامانة وينقسم بيع المرابحه الى قسمين:

ا / بيع المرابحه العادية: وهي التي تتكون من طرفين البائع والمشتري ويمتهن فيها البائع التجارة فيشتري السلع دون الحاجة الى الاعتماد على وعد مسبق بشرائها ثم يعرضها بعد ذلك للبيع مرابحه بثمن وربح يتفق عليه.

ب / بيع المرابحه المقرنة بالوعد وهي تتكون من ثلالثة اطراف البائع والمشتري والمصرف باعتباره تاجرا وسيطا بين البائع الأول والمشتري والمصرف لا يشتري السلعة الا بعد تحديد المشتري لرغبته ووجود وعد مسبق بالشراء ويستخدم اسلوب المرابحة المقرنة

---

١ - لأبن منظور لسان العرب الجزء الثاني، ط١ (دار الفكر لطباعة، ١٩٩٠م) ص ٤٤٢.

بالوعد في المصارف الإسلامية التي تقوم بشراء السلع حسب المواصفات التي يطلبها العميل ثم اعادة بيعها مرابحة للواعد بالشراء اي بثمنها الأول مع التكلفة المعتبره شرعا بالاضافة الى هامش ربح متفق عليه سلفا بين الطرفين ويجوز أن تتقدم المستفيد بوعد شراء سلعة معينة يحدد جميع اوصافها ويجوز أن تتضمن شروطا مختلفة يتفق عليها الطرفين.

وتتلخص فكرة هذا النوع من البيوع في أن يتقدم عميل المصرف الى المصرف مبينا رغبته من اقتناء اصل معين ويتفق مع المصرف على أن يقوم بشرائه بسعر معلوم للطرفين ثم يقوم ببيعه للعميل بسعر اعلى ويمكن للعميل أن يؤدي الثمن مؤجلا او مقسطا كما يتحمل مسؤلية رده اذا ظهر فيه عيب خفي اضافة الى تحمله تبعيه تكفل العميل عن الشراء او عدم التزامه بالسداد او المماطلة فيه. وقد استخدمت المصارف الإسلامية هذا النوع من البيوع بشكل واسع في تخفيف بعض الخدمات كالاعتماد المستند به والبيع بالتقسيط وخصم الاوراق التجارية في بعض الحالات.

أن معظم المتعاملين مع المصرف الإسلامي من الجمهور لا يحث التمييز بين كل من القرض بفائدة او البيع مرابحه ذلك أن هذا الانطباع يبنى على المقارنة بين المصرف الإسلامي الذي ينفذ من خلال المرابحه ومع بقائه في حدود دور الممول او الوسيط للعمليات نفسها التي تم تنفيذها في المصرف العادي بالقرض الربوي وربما لو اقترب المصرف الإسلامي من دور الصانع او التاجر يصنع السلع او يقتني البضائع من مخازنه[1].

واصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المصدر الشرعي رقم ٨ المرابحه للامر بالشراء ويهدف هذا المعيار الى بيان الاسس والاحكام تالشرعية المرابحه للامر بالشراء والمراحل التي تمر بها عملياتها بدءا بالوعد وانتهاءا بتمليك العميل السلعة والضوابط الشرعية التي يجب على المؤسسات المالية الإسلامية الالتزام بها[2].

---

١ - د. علي عثمان حامد، الرقابة المصرفية والشرعية على المصارف الإسلامية، ص ٣٩٥ -٣٩٦ -٣٩٧.

٢ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص ٢٩٨ -٢٩٩.

احكام المرابحه:

حيث يثبت بيع المرابحه احكامه وتترتب عليه اشارة الشرعية يلزم توافر شروط صحته ومعظم هذه الشروط تتعلق بالثمن لان المرابحه من انواع البيوع التي ينظر فيهـا الى الثمن ومتعلقاته وهذه الشروط كما يلي:

اولا: أن يكون العقد صحيحا لان المرابحه عقد متعلق على عقد سابق عليه فـاذا لم يكـن العقد الأول صحيحا لم تترتب عليه اشارة الشرعية ومنها التصرف فيما ملك بهذا العقـد كالبيع او غيره، تتفرع عن هذا الشط مسألتين

العقود التي تترتب عليها المرابحه، اختلف العلماء في هذه المسألة على قولين:

- القول الأول: جواز المرابحه على كل عقد يفيد الملك سواء كان معاوضـة كـالبيع ام عقد تبرع كالهبه والوصية وفي هذه الحالة للواهب او الموصي له أن يبيع علـى القيمة اذ لا ثمن لها.
- القول الثاني: لا تجوز المرابحه الا فيما له ثمن اما ما ليس له ثمن فلا يباع مرابحه بل مساومة وهو مذهب المالكيه.

يقول الدرديري (ولا يبين انه اشترى اولا بكذا وثانيا بكذا الا أن ورث بعض او وهب له بعض فلا يباع مرابحه اذ لا ثمن له.

وما ذهب اليه الحنفيه والشافعية يستقيم مع حقيقة المرابحه فما جـاء مـن تعريـف المرابحـه عند الحنفيه انها بيع بزيادة معلومة على ما ملكت به.

اما المالكيه وغيرهم فالمرابحه عندهم لا تترتب الا على ما له ثمن ولذلك قـال الـدرديري بيع السلعه بالثمن الذي اشتريتها به وزيادة ربح معلوم لهما.

ثانيا: العلم بالثمن الأول الذي اشترى به البائع المبيع في العقد الأول ويظهر التساؤل عن ماهية الثمن الأول الذي يجب بيانه والعلم به[1].

في حالة اذا انفق المرابح على المبيع نفقة يزيـد بهـا او تحمـل مصـاريف إضـافية على ثمنه مثل مصاريف الشحن والنقل والجمارك.

---

١ - الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، (بيروت، لبنان: دار الكتب العلمية، الجزء الخامس، ص ٣٠٤.

فهنا يرى الشافعية: انه يلحق بالثمن الاصلي جمـي النفقـات الـتي انفقهـا البـائع بانهاء المبيع بنفسه او تبرع له الغير بها لم يجز له الحاقها بثمن الشراء الاصلي.
ثالثا: أن يكون الثمن في العقد الأول مقابلا بجنسه من اموال الربا فاذا كـان بـان اشـترى عميل والموزون بجنسه مثلا بمثل لم يجز لـه أن يبيعهمرابحـه لان المرابحـه بيـع الـثمن الأول وزيادة والزيادة في اموال الربا ربا لا ربحا فان اختلف الجنس فلا بأس بالمرابحة[1].
رابعا: العلم بالربح لان الربح بعض الثمن والعلم بالثمن شرط صحة البيـوع ينبغـي أن يتوافر في الربح جميع شروط الثمن الاخرى لانه جزء من الثمن.
اختلف الفقهاء في شأن توزيع الربح عن عناصر تكاليف المرابحة
المذهب الأول: احتساب نسبة الربح على التكلفة الكلية لبضاعة المرابحه وهـو مـا ذهـب اليه جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابله.
المذهب الثاني: لا يحسب ربح الا على النفقات التي لها اثر على السلعة وبالجملة النفقات التي تؤدي الى تحويل الخام الى منتج اما النفقات الاخرى تضاف الى الثمن دون أن يحسب لها ربح.
خامسا: أن يبين المرابح للمشتري جميع ما يتعلق بالمبيع وثمـن المشـترى مـن بيـع المرابحـه يعتمد على المرابح لذلك ينبغي أن يبين له الالمرباح جميع البيوع [2].
رابعاً: بيع السلم [3] وهو بيع شيء يقبض ثمنه مالا ويؤجل تسليمه إلى فترة قادمة وقد يسمى بيع السلف. فصاحب رأس المال يحتاج أن يشتري السلعة وصاحب السلعة يحتاج إلى ثمنها مقدما لينفقه في سلعته. وبهذا نجد أن المصرف أو أي تاجر يمكن له أن يقرض المال للمنتجين ويسدد القرض لا بالمال النقدي لأنه سيكون (قرض بالفائدة)، ولكن بمنتجات مما يجعلنا أمام بيع سلم يسمح للمصرف أو للتاجر بربح مشروع ويقوم المصرف بتصريف المنتجات والبضائع التي يحصل عليها وهو بهذا لا يكون تاجر نقد وائتمان بل

---

١ - د. علي عثمان حامد، مرجع سبق ذكره، ص ٣٠٠ -٣٠١ -٣٠٥ -٣٠٦.

٢ - د. الدسوقي – حاشية، (القاهرة: دار إحياء الكتب العربية، الجزء الثاني) ص ١٦٠.

(٣) الحناوي، محمد صالح، المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعة، القاهرة، ٢٠٠١، ص٧٢.

تاجر حقيقي يعترف الإسلام بمشروعيته وتجارته. وبالتالي يصبح المصرف الإسلامي ليس مجرد مشروع يتسلم الأموال بفائدة لكي يوزعها بفائدة أعلى ولكن يكون له طابع خاص حيث يحصل على الأموال ليتاجر ويضارب ويساهم بها.

شروط السلم:[1]

١. يجوز إجراء عقد السلم لشراء كل سلعة مباحة.
٢. لا يجوز تقديم عربون قبل إجراء التعاقد، بل يجب سداد كامل المبلغ عند التعاقد.
٣. يمكن تأخير سداد الثمن لمدة ثلاثة أيام، إذا تم الاتفاق على ذلك أو قضى العرف بذلك.
٤. يجب أن تكون السلعة محددة الصفات والمعالم والكمية بشكل لايجعل مجال للتشابه مع غيرها بأي شكل من الأشكال.
٥. يجب أن يذكر مكان التسليم في عقد السلم.
٦. يجب أن يتم تحديد أجل عقد السلم، والذي يلزم البائع بتسليم السلعة المتعاقد عليها عند حلول أجل العقد.
٧. أذا حصل تأخير أو عجز من قبل البائع في تسليم السلعة، فإن العقد يعد مفسوخاً، مالم يتفق الطرفين على تمديد العقد بشرط ألا يدفع أي عوض نظير ذلك.
٨. لا يجوز للمصرف أن يبيع بالسلم سلعة اشتراها بالسلم.
٩. يمكن أن يوكل المصرف بائع السلعة لاستلامها بدلاً منه حلول أجل التسليم، كما يمكن للبائع أن يقوم ببيعها لصالح المصرف إذا طلب منه ذلك.

خامساً: الاستصناع[2]

الاستصناع في اللغة طلب الصنعة، وهو عمل الصانع في حرفته ومصدر استصنع الشيء، أي دعا إلى صنعه. أما في الإصطلاح فهو عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعاً يلتزم البائع بتقديمه مصنوعاً بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وثمن محدد،

---

(١) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٢٣.

(٢) إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص١١٧.

وللمؤسسة المالية أن تقوم بتوسيط نفسها لدفع قيمة السلعة المصنعة للصانع بدلاً من العميل، وبعد الإنتهاء من التصنيع يقوم البنك ببيعها لعميله لقاء ما دفعه في تصنيعها زائد ربح.

شروط الاستصناع:[1]

١. يلتزم المصرف بتزويد العميل بالسلعة التي تم الإتفاق عليها عبر عقد الإستصناع.
٢. يجب أن يكون المبلغ الكلي للاستصناع معلوماً لدى المستصنع والمصرف.
٣. يمكن تنفيذ تمويل الاستصناع لشراء أي سلعة مصنعة ومباحة وتحمل أوصافاً معينة ومحددة، وهذا لا يلزم العميل بأية التزامات للصانع حيث أن اتفاقه يكون مع جهة التمويل (المصرف).
٤. يلتزم المصرف بتسليم السلعة المصنعة لعميله، ويمكن أن يوكل طرفاً ثالثاً للقيام بالتصنيع، ولايجوز للعميل(المستصنع) المشاركة في صنع السلعة المصنعة، حيث أن ذلك من مسؤولية الصانع بشكل كامل، إلا في حالة المساهمة بالأرض للبناء عليها.
٥. يمكن الاتفاق بين العميل والمصرف، بأن يقوم الأول إما بدفع المبلغ الكلي للاستصناع للطرف الثاني عند توقيع العقد، أو على أقساط في مدة محددة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين.
٦. لا يتم تغيير قيمة عقد الاستصناع إلا إذا طلب العميل تغيير المواصفات ووافق المصرف على ذلك، حيث يلزم توقيع عقد جديد يتم فيه تحديد القيمة الجديدة زيادة أو نقصان.
٧. يمكن أن يقوم المستصنع بالإشراف على عملية صناعة السلعة بنفسه أو يوكل من ينوب عنه (كجهة استشارية) للتأكد من مطابقة السلعة المصنعة أثناء عملية تصنيعها للمواصفات التي اتفق عليها المصرف، على ألا ينشأ عن ذلك أي التزام بينهما (بين المستصنع والصانع).
٨. يمكن أن يقوم المصرف نيابة عن عميله (المستصنع)، في حال حصوله على توكيل منه ببيع السلعة المصنعة إلى طرف آخر، كما يمكن أن يوكل الصانع من قبل المصرف للقيام بهذه المهمة أيضاً.

---

(١) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٢١.

٩. يمكن أن يتضمن عقد الاستصناع خدمات ما بعد البيع التي تقدم عادة مع السلعة المصنعة، كالصيانة والضمان.

سادساً: التورق وشروطه[1]

التورق لغة هو طلب الورق أي الدراهم، حيث تعني كلمة ورق دراهم الفضة. والتورق هو شراء سلعة معينة وإعادة بيعها لطرف ثالث بغرض الحصول على نقد، وظهر هذا النوع من التمويل لتمكين عملاء البنوك من الحصول على النقد بطريقة إسلامية بدلاً من اللجوء للقروض التقليدية، حيث يمكن أن يقوم المصرف بشراء أو تمويل السلعة المطلوبة، ومن ثم بيعها للعميل زائداً ربحاً محدداً ثم يقوم ببيعها لصالح عميله وإضافة المبلغ لحسابه، وفيما بعد يمكن أن يقوم العميل بدفع مبلغ الشراء نقداً أو بالتقسيط.

شروط التورق:

١. لا يمكن للمصرف أن يقوم ببيع السلع (نقداً أو أجلاً) للعميل قبل شرائها.
٢. يمكن أن يتم الشراء نقداً او مؤجلاً أو على أقساط، وهذا لايؤثر في صحة العقد شريطة أن يكون الثمن محدداً ومعلوماً لكلا الطرفين عند توقيع عقد البيع.
٣. يجب أن تكون السلعة التي سيشتريها العميل موجودة في مخازن البائع في لحظة إتمام عملية البيع، ويفضل أن يقوم المشتري بمعاينتها بنفسه للتأكد من تواجدها.
٤. يمكن للعميل توكيل المصرف لبيع السلعة التي اشتراها بدلاً منه، إلا ان التوكيل يجب أن يحصل عند توقيع العقد أو بعده، ولايجوز أن يشترط المصرف توكيله ببيع السلعة في العقد، حيث أن العقد والوكالة مختلفان عن بعضهما.
٥. يجب ان يتم دفع قيمة السلعة كاملة، ولايمكن للمصرف أن يقوم بإتمام عملية البيع للعميل قبل قبض ثمنها كاملاً.
٦. في حالة وجود العديد من السلع في المخازن التابعة للمصرف، فإنه يلزم أن يتم تحديد السلعة التي سيتم بيعها للعميل في كل مرة، وعند بيعها لطرف آخر فإنه يجب أن يتم تحديدها أيضاً تحديداً واضحاً لا لبس فيه.

---

(١) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سابق الذكر، ص٤٢٦.

٧. يجب أن يمكن المصرف عميله من قبض السلع إن طلب ذلك، وأن ينقلها إلى أي مكان يشاء أو بيعها لمن شاء مباشرة أو توكيلاً، كما أنه يمكن أن يوكل المصرف عنه في ذلك إذا شاء.

سابعاً: الإجارة(١)

الإجارة من الناحية الشرعية هي عقد لازم على منفعة مقصودة قابلة للبذل والإباحة لمدة معلومة بعوض معلوم، والإجازة المذكورة صورة مستحدثة من صور التمويل في ضوء عقد الإجارة، وفي إطار صيغة تمويلية شائعة تسمح بالتيسير على الراغب في تملك الأصول المعمرة مثل السيارات والعقارات والأصول ذات القيم المرتفعة، ويمكن أن يستفيد منها العملاء بمختلف شرائحهم.

أنواع الإجارة(٢)

تصنف الإجارة أو التأجير إلى ثلاثة أنواع هي:

١) الإجارة المنتهية بالتمليك:

إن صيغة التأجير المنتهي بالتملك هي الصيغة السائدة في المصارف الإسلامية، ويتضمن عقد الإيجار المنتهي بالتمليك إلتزام المستأجر أثناء فترة التأجير أو لدى انتهائها بشراء الأصل الرأسمالي، ويجب أن ينص في العقد بشكل واضح على إمكانية إقتناء المستأجر لهذا الأصل في أي وقت أثناء مدة التأجير أو حين إنتهائها. كما ينبغي أن يكون هناك تفاهم واضح بين طرفي العقد بشأن ثمن الشراء، مع الأخذ بعين الإعتبار مجموع قيم الدفعات الإيجارية وتنزيلها من الثمن المتفق عليه ليصبح المستأجر مالكاً للأصل.

٢) **التأجير التمويلي**:

تستخدم صيغة التأجير التمويلي أو "إجارة الإسترداد الكامل للأصل الرأسمالي" في الدول الصناعية والنامية. وتعتمد هذه الصيغة على عقد يبرم بين شركة التأجير التمويلي والمستأجر الذي يطلب من الشركة إستئجار أجهزة وآلات حديثة لمصنع ما

(١) وحيد، أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص٢٨٦.
(٢) صوان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، ص١٦٧- ١٦٩.

او مشروع ما يقوم بإدارته بنفسه. ويحتفظ المؤجر بملكية الأصل المؤجَّر طوال فترة الإيجار، بينما يقوم المستأجر بإقتناء الأصل واستخدامه في العمليات الانتاجية مقابل دفعات إيجارية خلال فترة العقد طبقاً لشروط معينة. وتتراوح فترة الإيجار عادة بين خمس سنوات إلى عشر سنوات حسب العمر الإنتاجي الإفتراضي للأصول المؤجرة. وفي معظم العقود التأجير التمويلي يعطى المستأجر حق تملك الأصل بعد إنتهاء الفترة المحددة.

٣) **التأجير التشغيلي**:

تتميز صيغة التأجير التشغيلي بإن إجراءاتها شبيهة بصفقات الشراء التأجيري قصير الأجل. مثلاً يقوم المؤجر ذو الخبرة في تشغيل وصيانة وتسويق الالات أو غيرها من الأصول الرأسمالية بشرائها لغائة تأجيرها إلى مستأجرين لفترات محددة بدفعات إيجارية وشروط مغرية. ويتحمل المؤجر تبعات ملكية الأصل من حيث التأمين والتسجيل والصيانة مقابل قيام المستأجر بدفع الأقساط وتشغيل الأصل، وتتفاوت فترة الإيجار بين ساعة واحدة وعدة شهور.

شروط الإجارة:[1]

١. يجب أن تكون السلعة المؤجرة من السلع المباح استعمالها.
٢. يجب أن تكون السلعة من الأصول ذات المنفعة، ويبقى أصل السلعة ثابتاً بعد تحصيل المنفعة، ويندرج تحت هذا الأدوات المباني والالات الصناعية (كآلات الغزل والتعبئة) والأجهزة المكيانيكية والسيارات وما شابهها من الأصول الثابتة.
٣. يمكن أن ينتهي عقد الإجارة بإرجاع السلعة إلى المؤجر، أو أن يتملكها المستأجر في نهاية العقد، على أن ينص العقد صراحة على ذلك، أو أن يتفق كلا الطرفين بالتراضي على ذلك.
٤. يجب تحديد المدة التي سيتم إيجار السلعة فيها، وتحديد المبلغ الذي سيستحق للمؤجر والطريقة التي سيتم دفعه بها، كأن تكون دفعة واحدة بعد زمن محدد أو دفعات محددة في أوقات متفرقة.

---

(١) شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص٤٣١.

٥. يجوز للطرفين أن يقوما بمراجعة عقد الإجارة، كل فترة زمنية أو حسب ما يستجد، واستحداث تعديلات بالعقد أو إنشاء عقد جديد بموافقة الطرفين، إذا لم ينص العقد على غير ذلك.
٦. للمؤجر الحق في تحديد قيمة السلعة المراد تأجيرها والطريقة التي يتم بها دفع القيمة. كأن يتم الاتفاق على قيمة متناقصة أو متزايدة أو بمبالغ مختلفة، على أن يكون كل ذلك معلوماً تماماً للمستأجر حين إبرام عقد الإجارة.
٧. يحق لمالك السلعة، إذا رغب أن يبيعها لطرف ثالث قبل إنتهاء عقد الإجارة، إلا أن العقد يبقى سارياً كما هو وبدون أي ضرر على المستأجر.
٨. يحق للمؤجر مطالبة المستأجر بالتعويض عن الأضرار التي قد تلحق بالسلعة المؤجرة، إذا استخدمت بطريقة خاطئة أو جائزة لا تتناسب بما صنعت له.
٩. في حالة رغبة المؤجر في تغطية السلعة تأمينياً (كعقود الصيانة السنوية)، فإنه يتحمل تكلفة التأمين.
١٠. تستحق الأجرة المتفق عليها فور تأجير السلعة، بالطريقة التي ينص عليها العقد.
١١. يجوز للمستأجر تأجير السلعة لطرف ثالث (تأجير من الباطن)، بعد موافقة المؤجر. وهنا يتحمل المستأجر الأول المسؤولية كاملةً عما قد يحدث للسلعة من ضرر من المستأجر الجديد.
١٢. يجوز أعادة تأجير كل سلعة أو عين ذات منفعة ما بقي أصلها.
١٣. يجوز للمؤجر أن يحصل على عربون لضمان إتمام عقد الإجارة، وفي حال عدم إتمام العقد بسبب رغبة العميل، فإن العربون يستحق كاملاً للمصرف.
١٤. تستحق الأجرة للمؤجر طوال فترة الإنتفاع بالعين المؤجرة، وفي حال توقفت الاستفادة منها(كتلفها أو خرابها)، فللمستأجر الحق في إنهاء العقد.
١٥. يجب أن يحدد العقد واجبات كل من المؤجر والمستأجر تجاه العين المؤجرة كالصيانة الدورية أو إصلاح الأعطال.

١٦. إذا نص عقد الإجارة على تملك المستأجر للعين المؤجرة، ورغب المستأجر في تملكها في فترة أقل فيمكن إبرام عقد جديد يتم فيه تحديد المبالغ المستحقة والمدد التي سيتم الدفع خلالها لقيمة المتبقي من الأقساط.
١٧. يمكن أن يقوم المصرف بتملك سلعة معينة بناءً على رغبة عميله، ومن ثم تأجيرها إياها، كما يحق له بيعها أو تأجيرها بعد إنتهاء العقد لطرف آخر.
١٨. إذا اشترى المصرف الأصل المؤجرة للعميل المستأجر، فيجوز للمصرف أن يسمي الثمن دون أن يكون على المستأجر الالتزام بذلك العقد، ولا يجوز أن ينص عقد الإجارة أو عقد البيع على أي إلزام بإعادة شراء العميل للأصل بثمن معين.

ثامناً: البيع الآجل (البيع بالتقسيط) [١]

البيع الآجل هو أن يتم تسليم السلعة في الحال مقابل تأجيل سداد الثمن إلى وقت معلوم سواء كان التأجيل للثمن كله أو لجزء منه، وعادة ما يُسدد الجزء المؤجل من الثمن على دفعات وأقساط، فإذا سُددت القيمة مرة واحدة في نهاية المدة المتفق عليها مع انتقال الملكية في البداية فهو بيع آجل، وإذاسُدد الثمن على دفعات من بداية تسلم الشيء المباع مع انتقال الملكية في نهاية فترة السداد فهو بيع بالتقسيط. وتسلك المصارف الإسلامية طريق البيع الآجل أو البيع بالتقسيط بثمن أكبر من الثمن الحالي في حالتين:

الحالة الأولى

في معاملاتها مع التجار الذين لا يرغبون في استخدام أسلوب التمويل بالمشاركة، وهذه الطريقة هي البديل لعملية الشراء بتسهيلات في الدفع التي تمارسها المصارف التجارية.

الحالة الثانية

في المعاملات التي يكون فيها المبلغ المؤجل كبيراً وطويل الأجل.ولقد تبين من الواقع العملي استخدام هذه الصيغة في مصرف فيصل الإسلامي السوداني لتمليك وسائل الانتاج الصغيرة للحرفيين مثل سيارات الأجرة، وهو ما يمارسه أيضاً مصرف ناصر

---

(١) وحيد، احمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، مرجع سابق الذكر، ص٢٨٩،٢٩٠.

الاجتماعي المصري. ومن أنسب المشروعات التي يمكن للمصارف الإسلامية تمويلها باستخدام هذا الأسلوب هو بيع الوحدات السكنية، فالبيع الآجل (التقسيط) في هذه الحالة هو البديل المناسب لسلفيات المباني بالفائدة التي تمارسها المصارف التقليدية.

تاسعاً: المزارعة وشروطها[1]

هي عبارة عن دفع الأرض من مالكها إلى من يزرعها أو يعمل عليها، ويقومان باقتسام الزرع بينهما، وتعتبر المزارعة "عقد شركة" بأن يقدم الشريك الآخر العمل في الأرض. وتمويل المصرف الإسلامي للمزارعة هو نوع من المشاركة بين طرفين:

الطرف الأول: يمثله المصرف الإسلامي بإعتباره مقدم التمويل المطلوب للمزارعة.

الطرف الثاني: يمثله صاحب الأرض أو العامل (الزارع) الذي يحتاج إلى تمويل.

شروط المزارعة:

١. أهلية المتعاقدين (صاحب الأرض والعامل عليها) من النواحي القانونية والنية والسلوكية.
٢. أن تكون الأرض صالحة للزراعة، مع تحديدها وبيان ما يزرع فيها.
٣. بيان مدة الزراعة إن كانت مثلاً لسنة أو سنتين أو لمدة معلومة.
٤. أن يكون الناتج بين الشريكين مشاعا بين أطراف العقد، وبالنسبة المتفق عليها. أي يجب تحديد نصيب كل الطرفين.
٥. بيان من يقدم البذر من الطرفين ومن الذي لايقدم، لأن المعقود عليه يختلف بإختلاف البذر. فإذا كان من قبل صاحب الأرض كان المعقود عليه منفعة الأرض، وإذا كان من قبل العامل فالمعقود عليه منفعة العمل.
٦. بيان نوعية المزارعة، أي نوع المحصول الذي سيزرع.

عاشراً: المساقاة [2]

لغة: مأخوذة من السقي، وذلك أن يقوم الشخص على سقي النخيل والكرم ومصلحتها، ويكون له من ريعها جزء معلوم.

---

(١) صوان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص١٧٧،١٧٨.

(٢)إرشيد، محمود عبد الكريم، الشامل في عمليات المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص١٥٠.

اصطلاحاً: معاقدة على دفع الشجر والكروم إلى من يصلحها بجزء معلوم من ثمرها. أو هي نوع شركة على أن تكون الأشجار من طرف والتربية من طرف آخر وأن يقسم الثمر الحاصل بينهما، والمساقاة مشروعة كالمزارعة وفيها سد لحاجة أصحاب الأشجار الذين لا دراية لهم في تعهد الأشجار فيحتاجون إلى معاملة من له خبرة في ذلك، فجوزت المساقاة تحقيقاً لمصلحتهما.

تطبيق المساقاة في المصارف الإسلامية:[1]

تعتبر المساقاة نوعاً متخصصاً من "المشاركة" في القطاع الزراعي بين طرفين:

الطرف الأول:

يمثله المصرف الإسلامي الذي يقوم بتمويل مشروعات مياه الشرب أو مشروعات الري واستصلاح الأراضي لزراعتها وتطويرها باستخدام التكنولوجيا الحديثة، ومن ثم إدارة مشروعات المياه والري على مبدأ الربحية التجارية.

الطرف الثاني:

يمثله صاحب البستان أو الشريك القائم عليه بالسقي والموالاة بخدمته حتى تنضج الثمار. وقد يكون الطرف الثاني طالب التمويل الذي يمتلك أرضاً ويرغب في تطويرها وزراعتها بإستغلال مياهها الجوفية أو نقل المياه إليها من موقع يتميز بغزارة مياهه. ولعلّ مشروعات تمليك الأراضي الصحراوية للشباب أو تمليك خريجي كليات الزراعة أراضي معينة ذات مساحة محددة للقيام بزراعتها وسقايتها، تعد نوعاً من المشاركات التنموية التي يجدر أن توليها المصارف الإسلامية ما تستحقها من العناية والأولوية.

الحادي عشر: القرض الحسن [2]

عرفنا أن المصارف الإسلامية لا تمنح المتعاملين معها قرضا بالمعنى الذي تقوم به المصارف التقليدية كما أنها لا تقوم بخصم الكمبيالات كما هو الحال في المصارف التقليدية،وذلك لأنه لا يجوز للمصرف تقاضي أية زيادة عن المبالغ الممنوحة في هذه

---

(١) صوان، محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص١٨٠.

(٢) سمحان، حسين محمد، العمليات المصرفية الإسلامية، مطابع الشمس، عمان، ص ٩٨.

الحالة فأيما قرض جرمنفعة فهو ربا. ولكن هناك حالات يكون فيها المتعامل مع المصرف الإسلامي مضطرا للحصول على نقد لأي سبب من الأسباب فقد يحتاج نقودا للعلاج أو للتعليم أو للسفر وغيرها وليس من المعقول أن لا يلبي المصرف الإسلامي حاجة هذا الزبون لسببين هما:

١. إن مصلحة هذا الزبون مرتبطة بالمصرف الإسلامي فهو يودع نقوده فيه ويشتري منه ويتعامل معه في جميع أموره الجدية مما يعني استفادة المصرف من الزبون.
٢. أن هناك مسؤولية اجتماعية تقع على عاتق المصرف وهو مد يد العون والمساعدة للمجتمع الذي يعمل فيه وأهم ما يمكن أن يقحمه لأعضاء هذا المجتمع هنا هو إبعادهم عن الاقتراض بالفائدة لذلك يتم منح أي فرد من أفراد المجتمع المسلم هذا القرض سواء كان زبون المصرف أم لا.

مصادر تمويل صندوق القرض الحسن

١. يتم تمويل صندوق القرض الحسن من أموال المصرف الخاصة.
٢. الأموال المودعة لدى المصرف على سبيل القرض (حسابات الائتمان).
٣. الأموال المودعة من قبل الجمهور في صندوق القرض الحسن التي يفوضون المصرف بإقراضها للناس قرضا حسناً.

الاستثمار في الشركات الاستثمارية والأوراق المالية[1]

الاستثمار في شركات الاستثمار:

تعرف تلك الشركات بأنها شركات متخصصة في بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، حيث تقوم هذه الشركات بتلقي الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في محافظ (صناديق)وكونه من استثمارات مختلفة، وثم توزيع أرباح وخسائر هذه الاستثمارات على المشاركين مقابل حصول شركة الاستثمار على نسبة من الأرباح. كما هو معروف فإن المصارف الإسلامية لديها فائض سيولة (في بعض الأحيان)لا تستطيع أن تستثمرها لذلك تقوم هذه المصارف بدفع تلك الأموال إلى شركات استثمارية

---

(١) سمحان، حسين محمد، العمليات المصرفية الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص٩٢.

وبشرط أن تكون المحفظة الاستثمارية التي تقوم هذه الشركات بتكوينها لا تحتوي على أصول محرمة شرعا (مثل السندات التي تحمل الفائدة الثابتة).

الاستثمار في الأوراق المالية

تقوم المصارف الإسلامية بالاستثمار في الأوراق المالية عن طريق شراء أسهم شركات يكون نشاطها الأساسي غير مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية وقد أجاز الفقهاء ذلك،فعلى سبيل المثال يجوز للمصرف الإسلامي شراء سهم في مصنع الحديد والسيارات ولكن لا يجوز له شراء أسهم في مصنع للخمور أو في بنوك ربوية.

الفصل التاسع

الهندسة المالية الإسلامية

مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

ظهر في السنوات الماضية مفهوم في عالم المال بشـقيه العلمـي والأكـاديمي وهـو مـا يطلق عليه **الهندسة المالية (Financial Engineering)**، والذي يتيح إمكانية اسـتعمال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية. فمثلاً أن تقسيم العقود الآجلـة الـتي تشترى أو تباع في يوم واحـد وتنويعهـا إلى صـفقات متعـددة يـؤدي إلى توزيـع المخـاطر وزيادة العائد.

وتنشـأ الحاجـة للهندسـة الماليـة إمـا اسـتجابة لفـرص اسـتثمارية وفقـا لتطلعـات المستثمرين والمؤسسـات معـاً، أو للتعامـل مـع قيـود المنافسـة الدوليـة، ودرء للمخـاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وهي في ذلـك تعتـبر مـن أدوات التحـوط المـالي Financial Hedging. وتتحدد مقاصد الهندسة المالية وفقا للحالة التي تواجه المؤسسـة المعينة[١].

لذا فالهندسة المالية تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة والتقليل مـن مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة[٢].

وقدم العديد من منظري الهندسـة الماليـة أمثـال[٣].عـدة مفـاهيم بينـت أن أسـاس الهندسة المالية هو أيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاسـتثمار،

---

١) **Mohammed, Elbashir. The Islamic Bond Market: Possibilities& Challenges, International Journal of Islamic financial services, P٣.**

٢) **Tufano, Peter, "How Financial Engineering Can Advantage Corporate Strategy", Harvard Business Review, (Jan – Feb,١٩٩٦), P٢٣٣٦.**

٣) **party, S. Reny, (Swaps: A good Tools for Risk Management), Corporate Finance, ١٩٩٦, P١٠٤.**

التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر. فقد عرفها: (إيجاد الأبجدية الأولى للمنتج المالي لتوصيله بربح مالي معين إلى المستعمل النهائي في وقت معين، أو على شكل مجاميع من الأرباح الزمنية على مدى فترات متعاقبة من الزمن)، كما عرفها (أنها التحول النهائي للمنتج المالي (الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغير أوضاع السوق المالي). في حين يقصد **بالهندسة المالية الإسلامية** (مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف)[١].. ومن التعريف السابق، يتضح لدى الباحث بأن الهندسة المالية تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:

١ – تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.

٢ – تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.

٣ – تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي (ﷺ) حيث قال (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها واجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا يتنقص من أوزارهم شيئاً) [٢].

والهندسة المالية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة.

---

١) صالح، فتح الرحمن علي محمد، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، ٢٠٠٠، ص١.

٢) رضوان، سمير: أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦.

أهمية الهندسة المالية الإسلامية :

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية. وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد على منتج وحيد (مثل الفرق بين الفائدة المدينة والدائنة) يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملائمة المستجدات[1].

ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية. وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فأن ذلك يفرض ضغوطا تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية. ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدراً من المرونة ونصيباً سوقياً وافراً يساعدها على الاستمرار بفعالية. وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصاً في عالمنا المعاصر اليوم بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة[2].

إن هذا التصور لأهمية الهندسة المالية لهو أحوج للبنوك الإسلامية من البنوك الربوية، لأن البنوك الإسلامية تتعامل بالعديد من العقود الحساسة في إجراءاتها، وتتعامل

---

١) صالح، فتح الرحمن علي محمد، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، ٢٠٠٠، ص٣.

٢) نصار، أحمد محمد محمود (الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي) ٢٠٠٥/٧/٢٢ص٢.

أيضاً في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها وهو ما يجعلها أشد حاجه للهندسة المالية، ويزيد في أهمية الهندسة المالية بالنسبة للبنوك الإسلامية في أنها تتعامل ضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم آلية أعمالها التمويلية والاستثمارية، ولهذا يتوجب على المهندس المالي في البنوك الإسلامية مراعاة هذه الضوابط وعدم اللجوء إلى الحيل، لأن الأحكام والضوابط الشرعية جاءت لتحقق مصلحة للفرد والمجتمع معاً.

أبعاد الهندسة المالية للتمويل الإسلامي:

أن ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد. وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم الحثيث للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتهاء وكذلك استلهام المستجدات الأخرى التي قد يفرزها العصر. وكما أصبح معروفاً ومشاعاً بين الناس فإن هناك صيغاً إسلامية كثيرة متاحة للتمويل، وخاصة في المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم نسبياً. أما دور الهندسة المالية كما أشرنا إليها هو ابتكار وسائل تمويل جديدة في مستوى التمويل طويل الأجل وخاصة بالنسبة للحكومات الإسلامية أو حكومات الدول التي ربما ترى أن تمويل مشروعاتها يتوجب أن يكون من خلال الإطار الإسلامي. فمثلاً يمكن لصيغ التمويل الإسلامية مثلاً المشاركة والمضاربة والمرابحة...الخ من أن تتمكن لسد الحاجة للتمويل قصير المدى إذا ما وجهت الوجهة الصحيحة ووضعت لها الضوابط الشرعية ونظم المتابعة والرقابة[١].

وفي الغالب فإن الحكومات لا تلتزم بالإطار الإسلامي للتمويل أي تلجأ للبدائل التقليدية لسد حاجاتها من الأموال ومقابلة العجز في موازنتها عن طريق الإصدارات النقدية الجديدة أو بإصدار وبيع أدوات اقتراض ربوية (Ribawi Debt Instruments).هذا وقد أصبح من المسلم به الآن جنوح الخيارات لخلق عدم الاستقرار النقدي وزيادة حدة التضخم[٢].

---

١) الجلي، أبو ذر محمد أحمد:"الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقصد، العدد السابع عشر، ربيع الآخر، ٢٠٠٥. /WWWeljelly.f٢s.Com

٢) **Mohamed S. Ebrahim: "Theory of Participating Term Certificates in Role of Rrivate & Public Sector in Economics Development in an Islamic Perspective".(July,١٩٩٥), P٢٧.**

وفي المقابل يجد الباحث أن ما هو متاح للحكومات التي تريد أن تتخذ من القواعد الإسلامية موجهاً خياران في الأعم الأغلب هما :-

١- القروض ذات المخاطر (Risky Debt).

٢- الأدوات والأوراق المالية ذات الحصص من الأرباح والخسائر (Sharing Instrument Profit).

ومن هذه القواعد تبين الفرق الواضح بين الموجهات الأساسية في الاقتصاديات الربوية والاقتصادية الإسلامية فأهم ما تنطوي عليه موجهات الاقتصاديات الربوية تقليل تكلفة المعاملات وتقليل أو أبعاد المخاطر لجهات أو أطراف أخرى في المعاملة. أما الموجه الأساسي في الاقتصاد الإسلامي لأوراق وأدوات الدَيّن فهو مبدأ المشاركة في المخاطر (Risk Sharing) وليس بالضرورة إبعادها لجهة أو طرف أخر .

ففي تمويل المدى القصير يمكن للحكومة المراقبة لقواعد الشرع من استعمال مبدأ الهدية (Gifting) الذي أقرهُ الكثيرون كمبدأ أصيل في الإسلام لحديث صاحب رسول الله ﷺ جابر الأنصاري رضي الله عنه الذي قال فيه:- "كان لي على النبي ﷺ دَيْن فقضاني وزادني "(مشكاة المصابيح: كتاب البيوع :٢٩٢٥ . رواه أبو داود وتصنيف الألباني: الجزء الثاني) .

وقد رأى كثير من الفقهاء عدم جواز هذا النوع من الهدايا معتمدين على بعض الأحاديث النبوية الشريفة (وليس هنا مجال للتوسع في هذا الاختلاف) [1].

أما في المدى المتوسط والطويل فيقدم مفهوم الهندسة المالية طرقاً للحكومات تمكنها من الاستدانة من غير الإخلال بقواعد التمويل الإسلامية. والمرتكز لهذه الطرق، ربما جميعها، هو مقاسمة الأرباح والخسائر الناتجة. فمثلاً إذا كانت هنالك حكومة تريد أن تمول مشروعاً معيناً أو أنها تتوقع إيرادات معينة من الضرائب فيمكن للحكومة في هذه الحالة استدانة أقل مبلغ ممكن، وعند تاريخ الاستحقاق يمكن دفع أصل الدين مع علاوة

---

١) عويس، عبد الحليم، "مشكلات الاقتصاد الإسلامي"، (عمان:دار الشرق الأوسط للنشر والتوزيع، ١٩٩٩)، ص١٢٩.

متغيرة أو عائمة (Variable Bonus). فهذا مثال لأداة مالية مبتكـرة مبنيـة علـى مبـدأ المشاركة في الأرباح وغير ذلـك يمكـن للحكومـة اسـتعمال أدوات الـدين ذات المخـاطر (Risky Debt) مثل سندات الدخل (In Came Bonds) أو الـدين شـبه المشـارك في الملكية(Quasi Equity Participating Debt) وقد نشأت سندات الـدخل أول مـا نشأت من إجراءات الإفلاس إذ عن طريقها تتمكن المنشأة أو الجهة المصـدرة مـن تجنـب مخاطر الإفلاس حتى تجد دخلاً كافياً لمقابلة التزاماتها. أما أوراق الـدين شـبه المشـارك في الملكية (Quasi- Equity Debt Instrument) فهـي تقـوم علـى مبـدأ المشـاركة في التدفقات النقدية، إذ يقاسم المقرض في الدخل ويستفيد المقـترض مـن أنـه يحـافظ علـى ملكية منشأته ويستفيد من مزايا القروض كوسيلة من وسائل التمويل. وهذه الابتكارات في وسائل التمويل مبنية على المبادئ المالية الإسلامية في تقاسم الأرباح وتقاسم المخاطر.

وقـد اسـتعملت هـذه الأدوات والأوراق الماليـة في كـثير مـن البلـدان الإسـلامية فمـثلاً استعملت الحكومة الماليزية أذونات خزينية مبنية على الضرائب المشـاركة (Treasury Tax – Anticipated) لتمويل مشاريع طويلة الأجل. وكـذلك اسـتعملت وزارة الأوقـاف الأردنيـة سندات الدخل (Income Bonds) لتمويل المشاريع طويلة الأجل. أمـا قطـاع المؤسسـات في باكسـتان فقـد اسـتعمل شـهادات مشـاركة(Participaing –Term Certificate) تؤهـل حامليها للمشاركة في عوائد المشاريع. ولم يقتصر استعمال هذه الأدوات على الأقطار الإسلامية فقد استعملت بعض هذه الأدوات من قبل مشـاريع بنـاء السـكك الحديديـة حيـث اسـتعملت سندات الدخل. أما حديثاً فقد استحدث مصرف سيتي (Citi Bank) ورقة ماليـة هـي شـهادة مؤشر الأسـهم (Stock index Certificate) وهـي تمثـل أداة مـن أدوات تقاسـم الأربـاح تتحرك تبعاً لتحرك أحد مؤشرات سوق الأسـهم. وأيضـاً اسـتحدثت في النمسـا أوراق أطلـق عليها أسم أذونات أنمـاء مؤشـر الأسـهم النمسـاوي (Index Growth Notes Austrian Stock.(وتختصر بـ(SINGS)، وهي مرتبطة بمؤشر الأسهم النمساوي هبوطاً وعلواً[1]..

---

1) الجلي، أبو ذر محمد أحمد:"الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقصد، العدد السابع عشر، ربيع الآخر، ٢٠٠٥. /WWWeljelly.f٢s.Com

يتضح مما تقدم أن كل هذه الأدوات الجديدة ما هي إلا ابتكارات ووسائل جديدة تصب في خانة ما يعرف بالهندسة المالية، وعلاوة على ذلك، وهو الأهم فإنها تشير إلى أن مبادئ التمويل الإسلامية المبنية على المشاركة في الأرباح والمخاطر قابلة للتطبيق باستنباط وسائل علمية وعملية تجعل من الممكن استعمال أدوات الهندسة المالية قابلة للتطبيق في البلدان الإسلامية وفقاً لشرائعها السماوية، بالتالي لم تكن ذات حكر على الدول الغربية.

أن هذا القول لا يلقى جزافاً بل أن كثيراً من الدراسات التجريبية المنشورة قد برهنت على أن هذه الأدوات والأوراق المالية المبنية على هذه المبادئ المتماشية مع روح التمويل الإسلامي لا تقل كفاءة ولا فعالية عن رديفتها الربوية، بل أنها قد فاقتها في كثير من الأحيان. وقد أصبح معروفاً لدى الكثير من كتاب الاقتصاد الغربي ما يعرف بـ(Equity Premium Puzzle) وهي ظاهرة أن شهادات الملكية أو القائمة على المشاركة في العوائد لها علاوة غير مبررة أو غير ظاهرة مقارنة بالأوراق الربوية.

نماذج الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن الإشارة هنا إلى بعض النماذج التمويلية التي قام العلماء المعاصرون المتخصصون في الاقتصاد الإسلامي بتطويرها باستخدام أسلوب الهندسة المالية ومنها:

١ – **نموذج المرابحة**[(١)]: يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المرابحة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي:

أ- يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى البنك الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشاركة.

ب- يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمور الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافه الأمور المالية.

ج- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق.

---

١) السويلم، محمد، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي المصرفية، ٢٠٠٠، ص٢٥.

وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، فهو أولاً يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المرابحة بالمقارنة مع البنوك التقليدية، ومن ثم يبتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة، ويكون أيضاً مكملاً لعمل التجار وليس منافساً لهم.

٢ – **نموذج الوكالة بأجر**[١]: ويقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي، من علاقة المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني، وهي اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين المودعين ومواعيد بدء وتصفيه الاستثمارات التي استخدمت فيها أموال المودعين، وهو يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي وديعة بعينها، ويقترح عطية أن تكون علاقة البنك بالمودعين قائمة على أساس الوكالة بأجر بدلاً من المضاربة، حيث يعتبر البنك وكيلاً عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء أجر ثابت أو نسبة من مبلغ الوديعة ذاتها، وهذا المقترح يجعل دخل البنك مستقلاً عن مواعيد ونتائج عمليات الاستثمار الفعلية.

٣ – **نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة**[٢]: سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية، وهي جمع بين السند كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، وآليتها أن تكون هناك الخدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلاً بحيث يكون الوصف تفصيلاً ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب جامعي، تتوفر فيه شروط معينة ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمنه ومدته ووصفه، بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي بإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلاً، ويمثل السند حصة ساعية واحدة، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للسند

---

١) محيي الدين، أحمد: عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، بنك البركة الإسلامي، البحرين، ١٩٨٦، ص٧٥.

٢) قحف، منذر: تعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة المجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، ١٩٩٠، ص١٦٦.

الذي يمثل ملكيته للمنفعة، إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية، كما أوضحناه أنفاً.

يتضح مما تقدم أن الهندسة المالية قادرة على إيجاد حلول وبدائل جادة وكفؤة تخدم جميع أطراف العلاقة في المعاملات المالية الإسلامية، وهذا ما نأمل الاهتمام به في الوقت الراهن من قبل المصارف الإسلامية.

المهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية :

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصاً واسع الإطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات الآتية [1] :

١- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد .

٢- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة والأمثلية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.

٣- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.

٤- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.

٥- معرفة واسعة ببراجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.

٦- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل.

وتقع على عاتق المهندس المالي مسؤوليات جسيمة من بينها[2]:

١- التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال).

---

١) Eales. Brian A., "Financial Engineering" McGraw–Hall, ٢٠٠٠/ ١st. ed., Macmillan press Lt,: d٢٠٠٠ P١١.

٢) النجار، فريد،"البورصات والهندسة المالية" (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة)، ١٩٩٩/١٩٩٨، ص٢٧٧.

٢- إدارة هيكل الأصول (النقدية – محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).

٣- إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).

٤- إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

ومن أجل حل المسائل الرياضية المتعلقة بالهندسة المالية فلابد من توظيف بعض المقاييس المالية والإحصائية التي تستعمل في خلق وإعادة التركيب للعائد الأعلى لذا فمن الضروري جداً أن نفهم كيفية التوصل إلى المقاييس ومحدداتها.

أن من أهم المحفزات والقوى التي تؤثر على المالية الحديثة هو إعادة تجميع خطورة الآلية المعتمدة مع العائد. وتؤكد نظرية المحفظة الحديثة على اختبار الترابط بين هذين المتغيرين وتحديد مجموعة الأدوات التي تدخل في عملية التركيب لتقليل خطورة المحفظة. وتوضح المعادلة (١) الصيغة التي تحسب خطورة المحفظة (كمتغير) وتلعب دوراً رئيسياً في عالم المالية الحديث[1]:

المعادلة(١)*.......

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{K} x_i^2 \sigma_i^2 + 2\sum_{i<j}^{K} x_i x_j \sigma_{ij}$$

حيث أن :

$\sigma^2 p$ = تمثل خطورة المحفظة لموجودات k المقاسة بالمتغير.

$\sigma^2 i$ = تمثل الخطورة المرتبطة بالموجودات النموذجية i المقاسة بالمتغير .

σij = تمثل معامل المتغير لموجودات i و j في المحفظة .

Xi, Xj= الأوزان لموجودات i وموجودات j في المحفظة .

* أن جمع الأوزان ضرورية حيث أنه ناتج من تقليل تركيبة خطورة المحفظة.

---

١) Fabozzi, F. J., "Bond Markets: Analysis and strategies", ٣rd end, Prentice – Hall International, ١٩٩٦, P٩١.

ويفترض أن يتمتع المشاركون في الأسواق المالية بشيء من العقلانية وتجنب المخاطر. وفي مثل هذا النظام (المخاطرة والعائد)، هناك طريقة واحدة لتجنب المستثمر للمخاطرة وهي كلفة العائد القليلة حيث في المعلوم إذا كان العائد كبير كانت المخاطرة كبيرة أيضاً وعلى العكس من ذلك فلو كان العائد قليلاً فالمخاطرة منخفضة. فمثلاً لو أن شخصاً أشترى أمس سهماً بسعر٥٠٠ واليوم يباع بسعر٥١٠ فالفرق بين هذين السعرين هو١٠ سنتات الذي يمثل الربح الحقيقي. إلا انه لا ينظر إلى هذا الربح كاستثمار كبير. ألا أنه إذا تم احتساب العائد وفق النسبة المئوية ولنقل (٢٪) فأنها تعد إستراتيجية جيدة وكما موضحة في المعادلة الآتية[1]:

$$Rt= \frac{(Pt – Pt- ١)}{Pt- ١} *١٠٠$$ ......(٢)المعادلة

حيث أن :

Rt= تمثل النسبة المئوية للعائد.

Pt = تمثل سعر السهم في الفترة الزمنية الحالية.

Pt –١ = تمثل سعر السهم في الفترة الزمنية السابقة.

---

١) **Fabozzi, F. J., "Bond Markets: Analysis and strategies", ٣rd end, Prentice – Hall International, ١٩٩٦, P٩٢.**



الفصل العاشر

أساليب تقييم المشروعات

مقدمة:

لفظ مشروع يعني المشروع القائم والمستمر فكثيراً ما يقال مثلاً مشروع سد مروي، ولكن في ذات الوقت يقال المشروعات النامية، وفي هذه الحالة المعني منصباً علي المشروعات القائمة والمستمرة وأيضاً لفظ مشروع يعني المقترح فكثيراً ما يقال مشروع البحث أو المشروع الاستثماري. فعندما ننوي القيام بتوسيع المشروعات القائمة أو القيام بعملية الإحلال مثل إحلال آلة بآلة أخري أكثر كفاءة أو القيام بمشروع جديد لابد من القيام بعملية التقييم بين البدائل المتاحة لهذه الاستثمارات حتى يتم التوصل للبديل الأمثل وهذا ما سنتناوله في المباحث التالية:

مفهوم المشروعات الاستثمارية:

يتطلب الأمر قبل التعرض للأدوات والأساليب المستخدمة في تقييم اقتراحات المشروعات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد، تحديد مفهوم الاستثمارات الرأس مالية والتي يقصد بها الاستثمارات التي يتوقع أن يوزع العائد منها علي عدد من السنوات تزيد عن العام الواحد ومثال ذلك الاستثمارات في الأصول الثابتة بمختلف أنواعها والتي تعتبر بمثابة الأصول الإنتاجية للشركة (المعدات، الأجهزة، الأدوات، وسائل النقل... الخ).

ويكون اختيار الأصول بمثابة تحديد وارتباط طويل الأجل للشركة بنوع معين من النشاط وخط معين للمنتجات وطريقة معينة للتشغيل وهكذا لذلك يجب توخي الحزر في اختيار وتقييم بدائل الاستثمارات في الأصول المختلفة، وتختلف مفاهيم تقييم الاستثمارات في الأصول الثابتة عن مفاهيم الاستثمارات في الأصول المتداولة فالأخيرة

يسهل تحويلها إلي نقدية إذا رغبت المنشأة في ذلك ويكفي تقييم الربحية المتوقعة من هذه الأصول في الأجل القصير فقط .

أما الاستثمارات طويلة الأجل فهي لا تعطي ربحاً سريعاً في الأجل القصير لذلك ليس من المنطقي تقييمها علي أساس ربحيتها في الأجل القصير وبذلك يمكن القول بان أي تخصيص للأموال يترتب علية أثار في الأجل المتوسط أو الطويل هي استثمارات مثال ذلك الحملات الإعلانية، بحوث التطوير حيث تدخل هذه النفقات تحت بند الاستثمارات أي أن القرار المتعلق بتخطيط وتنفيذ حملة إعلانية أو برنامج للبحوث والتطوير يخضع للدراسة والتحليل شأنه كغيره من القرارات الاستثمارية وقد يختلف هذا الوضع عما يحدث في معالجة نفقاته محاسبياً[١].

تعريف المشروعات الاستثمارية :

علي ضوء ما سق يمكن إعطاء تعريف عام للاستثمار والذي يعني المبادلة بين الإنفاق الحالي والمبدئي بالإيرادات المستقبلية [٢].

وأيضاً عرفت المشروعات بأنها كل تنظيم له كيان حي مستقل لذاته يملكه ويديره أو يديره فقط منظم يعمل علي التأليف والمزج بين عناصر الإنتاج ويوجهها لإنتاج أو تقديم سلعة أو خدمة أو مجموعة من السلع والخدمات وطرحها في السوق من أجل تحقيق أهداف معينة خلال فترة معينة [٣].

كما عرفت أيضاً بأنها أي نشاط اقتصادي يتم من خلاله إنفاق الموارد المادية بهدف الحصول علي عوائد أو منافع في المستقبل علي فترة زمنية معينة هي عمر هذا المشروع [٤].

---

١) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، (الإسكندرية: المطبعة الفنية، ط١، ٢٠٠٢)، ص٢٥٥.

٢) المرجع السابق، ص٢٥٥.

٣) عبد المطلب عبد الحفيظ، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، (الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٠)، ص١٩.

٤) جلال الملاح، تخطيط وتقييم المشروعات الزراعية، (الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩١)، ص١٥.

وعرف المشروع بأنه اقتراح بتخصيص أو التضحية بقدر من موارد المنشأة في الوقت الحاضر علي أمل الحصول علي عوائد متوقعة في المستقبل خلال فترة طويلة نسبياً وبمعني أخر هو اقتراح يتضمن التضحية بإشباع مؤكد في الوقت الحاضر في سبيل إشباع أخر يتوقع الحصول عليه مستقبلاً [1].

وعرف المشروع أيضاً بأنه اقتراح لاستخدام رأس مال الشركة ويتكون من مجموعة متكاملة من الأنشطة ينتظر تنفيذها في المستقبل [2].

وأيضاً عرف بأنه تجميع الموارد التي تنظم لتحقيق أهداف محددة في مواعيد محددة [3].

خصائص المشروعات الاستثمارية :يتضح أن الخاصية الأساسية لأي مشروع استثماري هي المبادلة بين الإنفاق الحالي أو المتوقع بالإيرادات والعوائد المستقبلية.

وطالما أن مجموع التدفقات النقدية الداخلة أكبر من مجموع التدفقات النقدية الخارجة فإن الاستثمار في هذه الحالة يتولد عنه عائد مادي وفي اغلب الأحوال قد لا يكون هذا الشرط كافياً لقبول الاستثمار حيث يشترط أن تكون الربحية مقبولة، ويتوقف قبول الربحية أو العائد علي الناتج عن الاستثمار و بالتالي يتوقف قبول الاقتراح علي عاملين هما [4]:

أ. مقارنة ربحية الاستثمار بالعوائد التي يمكن الحصول عليها من الاستثمارات البديلة حتى يترتب علي قبول الاقتراح التخلي عن عوائد الفرصة البديلة .

ب. تقييم الخطر الذي ينطوي عليه تنفيذ الاستثمار وما إذا كان عائده يغطي المخاطرة المترتبة علي ذلك، وهذا يعني تحليل العائد إلي جزئيين أحدهما يمثل العائد في ظروف التأكد والأخر يمثل مقابل الخطر .

---

١) حنفي زكي عيد، صادق حامد مصطفى، دراسة محاسبية لجدوى المشروعات، (القاهرة: مركز جامعة القاهرة، ١٩٩٨)، ص٥.

٢) ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية، (ايتراك للنشر والتوزيع، ٢٠٠٢) ص٣.

٣) سعد صادق بحيرى، إدارة المشروعات، (الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٣)، ص١٣.

٤) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص٢٦١.

أهداف المشروعات الاستثمارية :

تختلف أهداف المشروعات الخاصة عن أهداف المشروعات العامة ومنذ البداية نشير إلي أن هذا أدي إلي وجود معايير لتقييم الاستثمار في المشروعات من وجهة نظر المستثمر الفرد الذي يعظم مصلحته الذاتية ومعايير التقييم من وجهة نظر الاقتصاد القومي التي تعظم المصلحة العامة وفي هذا الإطار تنقسم أهداف المشروعات الاستثمارية إلي مجموعتين هما :

أ/ أهداف المشروعات الاستثمارية الخاصة:حيث تشير النظرية الاقتصادية إلي أن الهدف الرئيسي من إنشاء المشروعات الخاصة هو تحقيق أقصي ربح ممكن، والمقصود بالربح هنا هو صافي الربح وهو الناتج عن المقابلة بين الإيرادات والتكاليف الخاصة بالمشروع وقد يخطط للربح وتعظيمه في الأجل القصير ولكن معظم المشروعات الاستثمارية في عالم اليوم تخطط للربح علي المدى الطويل، وإذا كان هدف تحقيق أقصي ربح هو الهدف الأساسي المسيطر في هذا النوع من الاستثمار إلا أن هنالك أهداف أخري يتم السعي إلي تحقيقها إلي جانب ذلك مثل الاحتفاظ بدرجة سيولة مناسبة، تعظيم الإيرادات، الاحتفاظ بسمعة حسنة، تحسين المركز النسبي في السوق، تحقيق أكبر قدر من المبيعات، كسب سوق خارجي وتعظيم الصادرات، وهناك هدف البقاء والاستمرار في دنيا الأعمال، بل قد تسعي المشروعات الخاصة إلي تحقيق أهداف اجتماعية من منطلق مسئوليتها الاجتماعية تجاه الاقتصاد القومي الذي تعمل فيه وتكسب رضاء العملاء والقائمين علي صناعة القرار .

ب/ أهداف المشروعات الاستثمارية العامة: ويكون الهدف المسيطر في المشروعات العامة هو تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد القومي والمصلحة العامة للمجتمع وتعظيم المنفعة العامة إلا أن هذا الهدف ليس الهدف الوحيد للمشروعات العامة وبالتالي هنالك أهداف أخري يمكن رصدها لتلك المشروعات ويأتي في مقدمتها تحقيق الربح إذا تطلب نشاط المشروع أن يحقق الربح حتى يضمن الاستمرار والبقاء في دنيا الأعمال في ظل التحول نحو الخصخصة بالإضافة إلي مجموعة من أهداف اقتصادية ومالية و إستراتيجية و اجتماعية أخري [1].

---

1) عبد المطلب عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره ص ص٢١ -٢٣.

أهمية المشروعات الاستثمارية:

أن المشروعات الاستثمارية لها أهمية كبيرة في تطوير الاقتصاد الوطني وهي سواء أكانت للدولة أو للقطاع الخاص، لا فرق بين مشروع طريق علي سبيل المثال، والذي يهدف إلي ربط البلاد وتسهيل حركة التجارة بين إقليم داخل الدولة يعتبر غنياً بالأرض الزراعية أو به بعض الصناعات مثل ولاية الجزيرة وبين إقليم أخر يكثر فيه عدد السكان داخل الدولة أو خارجها مثل ولاية الخرطوم بحيث يعتبر سوقاً لتلك المنتجات، هذا المشروع يساهم في زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة الدخل القومي .

وبين مشروع مملوك للقطاع الخاص علي سبيل المثال مشروع بناء مصنع يستخدم المواد المحلية ويحولها إلي صناعة إلي التصدير و يستخدم الأيدي العاملة المحلية مثل هذا المشروع أيضاً يخدم الاقتصاد الوطني ويساعد علي زيادة الناتج القومي [١].

الجهات التنظيمية للمشروعات الاستثمارية :

يجب التفريق هنا بين المشروعات العامة التي تنفذها الدولة أو أحدي مؤسساتها وبين القطاع الخاص أو مالكي المشروع[٢].

أ/ الجهات التنظيمية للمشروعات في القطاع العام:

١. جهات التخطيط القومي .
٢. المؤسسات العامة.
٣. الوزارات المختلفة .
٤. المجالس البلدية.
٥. وحدات إدارية خاصة مستغلة .

ب/ الجهات التنظيمية للمشروعات في القطاع الخاص:

قد تتولي المنشأة القائمة مهمة القيام بعمليات التوسع أو إنشاء مشروعات جديدة فإذا كان المشروع صغير يتم الإشراف عليه من قبل مجلس الإدارة أو المدير

---

١) حسين اليحي وآخرون، تحليل وتقييم المشروعات، (القاهرة: الشركة العربية للتسويق، ٢٠٠٨)، ص٣٠.

٢) المرجع السابق، ص٣٢.

التنفيذي بالتعاون مع الدوائر الفنية والمالية، أما إذا كان المشروع كبيراً يحتاج إلي وحدة إشراف خاصة به. أما في حالة المشروعات الجديدة التي يتم تأسيسها من جانب شركات المساهمة العامة أو مجموعة من المستثمرين يتولي مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي أيضاً الإشراف عليها .

تصنيف وأشكال المشروعات الاستثمارية : هنالك أشكال متعددة للاستثمار تبعاً لظروف المشروع ونتيجة لذلك فإن هنالك عدة تصنيفات للمشروعات الاستثمارية هي :

أ/ الاستثمار المادي :وهو الشكل التقليدي لعمليات الاستثمار ويشتمل علي الاستثمار في الآلات، البناء، والعقارات...الخ.

ب/ الاستثمار البشري: يعتبر توظيف شخص ذو كفاءة معينة في مشروع معين نوعاً من الاستثمار باعتبار أن ما يقدمه من خدمات لمصلحة منشأته يؤدي إلي زيادة أرباحها ويعتبر أكبر بكثير من كلفة ذلك الشخص على المنشأة، كما تعتبر الكلفة أو النفقات الخاصة بتدريب العاملين بهدف رفع مهارتهم وكفاءتهم الإنتاجية، نوعاً من الاستثمارات في المجال البشري إلا أن هذا النوع من الاستثمار لا يخلوا من عنصر المخاطرة حيث أن من الصعب إعطاء ضمانات حول مدى كفاءة الشخص المعني والمتدرب ودورة في رفع مستوى إنتاجية المشروع [1].

ج/ الاستثمار المالي: يتجسد هذا النوع من الاستثمار من خلال استخدام الفائض من أرباح المنشأة في شراء الأسهم والسندات الأمر الذي يقوي من مركز تلك المنشأة وقد ينعكس في تحسين إنتاجيتها.

د/ الاستثمار التجاري أو الدعائي: تعتبر حملات الدعاية والإعلان لأهداف تجارية استثمارات قائمة بذاتها وغالباً ما تكون غير مادية، فالمردود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية والإعلان يختلف عن المردود المتوقع من الاستثمارات الأخرى، فهذا المردود يكون لحظياً وقد يكون آجلاً ومن هنا تأتي الصعوبة في تحديد مدى تأثيره الفعلي على زيادة حجم المبيعات مثلاً، أو على تحسين سمعة المنشأة أو الشركة.

---

١) عقيل الجاسم عبد الله، تقييم المشروعات، (عمان: دار مجدلاوي لنشر، ١٩٩٩)، ص ص١٣ -١٤.

هـ/ الاستثمار الاستراتيجي (الاجتماعي): يصعب تحديد المردود المادي لهذا النوع من الاستثمارات سواء على المدى القصير أو البعيد، إذ يغلب الطابع النوعي والكيفي فيه على الطابع الكمي ومثال على هذا النوع من الاستثمارات ما يسمى بالاستثمارات الاجتماعية مثل إنشاء الملاعب والنوادي الرياضية أو نوادي الترفيه الاجتماعي.فالمرودية تقاس بمدى التحسن في العلاقات الاجتماعية بين أفراد المنشأة مما يرفع من معنوياتهم ويزيد من انتمائهم إلي منشاتهم بحيث يؤدي إلي خفض عدد التاركين للعمل وخفض نسبة الغياب عن العمل، أما بخصوص المبالغ المستثمرة لأغراض إستراتيجية فليس هنالك قاعدة ثابتة تحكم ذلك.

و/ الاستثمار في مجال البحث والتطوير: يكتسب هذا النوع من الاستثمارات أهمية خاصة بالنسبة للمنشآت والمشاريع الكبرى الصناعية منها بشكل خاص إذ غالباً ما تكون منتجاتها عرضة للمنافسة فالمنشآت التي تطور منتجاتها وتحسنها تستطيع أن تسيطر على الأسواق الأمر الذي يؤدي إلي إبعاد المنشآت الأخرى التقليدية من التنافس معها وبالتالي يؤدي إلي كساد سلعها وخروجها من السوق[1].

المتغيرات التي تؤثر على ربحية المشروعات الاستثمارية :تنقسم مخاطر المتغيرات التي تتعرض لها الاختراعات الاستثمارية إلي مخاطر تتعرض لها كافة المنشآت ومخاطر تتعرض لها منشآت معينة.

أ/ المخاطر ذات السمة العامة: وتتمثل المخاطر ذات السمة العامة أو المنتظمة في تلك المخاطر التي تؤدي إلي تقلب العائد أو الربحية المتوقعة لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة في كافة المنشآت وفيما يلي أهم مكونات هذا النوع من المخاطر[2]:

١/ مخاطر تغير أسعار الفائدة: ويقصد بها احتمال تقلب أسعار الفائدة مستقبلاً فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق بعد تنفيذ البديل الاستثماري سوف يرتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار عما كان عليه عند اتخاذ قرار قبول البديل وقد يصل الأمر إلي درجة أن العائد المتوقع من الاستثمار يصبح أقل من العائد الجديد المطلوب.

---

١) المرجع السابق، ص ص١٤)١٥.

٢) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ط٤، ٢٠٠٠)، ص٤٦٢.

٢/ **مخاطر تغير القوة الشرائية**: ويقصد بها احتمال حدوث تضخم أو كساد في المستقبل، وهي مخاطر تؤثر في قيمة التدفقات النقدية للاستثمار.

٣/ **مخاطر الدورات التجارية**: ويقصد بها احتمال حدوث تقلبات في الحالة الاقتصادية العامة للدولة من كساد إلي رواج ثم من رواج إلي كساد وتؤثر هذه التقلبات تأثيراً ملحوظاً على صافي التدفقات النقدية المتوقعة من وراء الاقتراح الاستثماري.

٤/ **مخاطر السوق**: وهي احتمال وقوع أحداث هامة محلياً أو عالمياً مثل إجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدولة أخرى تربطها بها علاقة وثيقة. أو وفات أحدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي مثل هذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية العامة للدولة، وتؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة المنشآت.

ب/ أما المخاطر ذات السمة الخاصة:أو ما يطلق عليها المخاطر غير المنتظمة فتتمثل في تلك المخاطر التي يترتب عليها تقلبات في العائد المتوقع للاستثمارات القائمة أو المقترحة لمنشأة بعينها أو الصناعة بعينها ومن أهم تلك المخاطر ما يلي(1):

١/ **مخاطر الصناعة**: وهي مخاطر تنجم عن ظروف خاصة بالصناعة كصعوبة توفير المواد الخام اللازمة، والخلافات المستمرة بين العمال والإدارة في المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

٢/ **مخاطر الدورات التجارية**: ويقصد بها الدورات التجارية التي يقتصر تأثيرها على منشأة معينة أو صناعة معينة.

٣/ **مخاطر الإدارة**: ويقصد بها المشكلات الناجمة عن ضعف كفاءة الإدارة.

وسوف يترتب على التقلب تغير في المكاسب التي يتوقع أن تحققها المنشاة نتيجة لتلك المخاطر، والمخاطر العامة لا يمكن تجنبها عن طريق التنويع في الاستثمارات مثلاً فهذه المخاطر تصيب كافة الاستثمارات مهما اختلفت طبيعتها.

أما المخاطر الخاصة فيمكن التخلص منها عن طريق التنويع، فكلما كان ارتباط المنشاة بالمخاطر قليل كلما ساعد على التخلص من تلك المخاطر.

---

١) المرجع السابق، ص٤٦٣.

الظروف التي تتخذ في ظلها القرارات الاستثمارية:

يمكن تقسيم الظروف المختلفة التي يتم فيها اتخاذ القرارات الاستثمارية إلي الآتي: (ظروف التأكد، ظروف المخاطرة، ظروف عدم التأكد)وتعتبر معالجة المخاطرة وعدم التأكد من أهم المشاكل التي تواجه متخذي القرارات ويمكن تناولها كما يلي[1]:

أ/ القرارات في ظل ظروف التأكد: في هذه الحالة تتوفر معلومات كاملة بشكل محدد لا تتخلله أي من ظروف عدم التأكد، ويعتبر متخذ القرار في حالة تأكد إذا كان في الإمكان تحديد النتائج من هذا القرار بدقة كاملة، وهذا يعني أن يكون لكل بديل نتيجة واحدة واحتمال واحد.

ب/ القرارات في ظل ظروف المخاطرة: يطلق هذا التعبير على المشكلة التي يكون لها عدة أوضاع ممكنة لكل بديل دون أن تتمكن من تقدير حدوث أياً منها بشكل قاطع، وفي هذه الحالة يلزم إيجاد وسط مرجح لتقديرات كل بديل على ضوء احتمالات الأوضاع المختلفة، والمعلومات المتاحة في هذه الحالة تقل عن الحالة السابقة في أن نتائج البدائل المختلفة لن تكون معروفة بنفس الدرجة من التحديد والتأكد.

ج/ القرارات في ظل ظروف عدم التأكد: يعتبر الظرف حالة عدم تأكد إذا لم يكن لدينا أي معلومات حول الاحتمالات الممكنة للعائد، فإذا كانت الاحتمالات غير معروفة تماماً فالقيمة المتوقعة للقرارات لا يمكن تحديدها ولذا فإن المعلومات المتاحة لصناعة القرارات في مثل هذه الحالات تكون عند حدها الأدنى مما يجعلها عند المعالجة أصعب مواقف صناعة القرارات على الإطلاق. ونادراً ما تكون المعلومات المتعلقة بموضوع استثماري معين متكاملة ودقيقة، ومن النادر أيضاً وجود حالة لا تتوفر فيها أي معلومات عن موضوع استثماري مطروح وعليه تعتبر الحالة الثانية (المخاطرة) أكثر هذه الحالات واقعية، ويمكن تناول القرارات في حالة المستقبل الأكيد بشيء من التفصيل كالآتي:يتميز هذا النوع من القرارات بعدم وجود تأثير للعالم الخارجي على نتائج عملية اتخاذ القرار، وبغياب عنصر المخاطرة فيه، ويعني هذا أن كل قرار يتخذ في هذه الحالة هو

---

١) أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعية، ٢٠٠٠)، ص ص٢٥٦ -٢٥٧.

القرار السليم، فإذا كان الموضوع يتعلق بالوصول إلي الحد الأدنى من التكاليف مثلاً فيتم اختيار أقل البدائل كلفة، وإذا كان يتعلق بتحقيق الحد الأعلى من الربح، فيتم اختيار أعلى البدائل ربحاً هنالك عدة أساليب يمكن إتباعها في عملية اتخاذ القرارات في حالة المستقبل الأكيد، وهي[1]:

١/ أسلوب إيجاد القيمة الحالية للتدفق النقدي: وتتم بموجب هذا الأسلوب المقارنة بين مجموعة من المبالغ المستثمرة في فترات زمنية مختلفة، بعد أن يتم حساب قيمتها رجعياً إلي تاريخ معين محدد سلفاً، ونسبة فائدة محددة.

٢/ أسلوب معامل المردود أو نسبة الأرباح إلي المصاريف: يشتق هذا الأسلوب من الأسلوب السابق، بعد فصل المصروفات من الأرباح وبعد أن يتم حساب القيمة الحالية لكل من قيم المصاريف والأرباح على مدى عمر المشروع، وتستخرج العلاقة النسبية بين مجموعة القيم الحالية للأرباح ومجموعة القيم الحالية للمصاريف، وتعتبر أفضل الاستثمارات في هذه الحالة تلك التي تحقق أعلى قيمة مطلقة للعلاقة المذكورة.

٣/ معامل المردود الداخلي: يعني نسبة الفائدة التي تجعل مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية على مدى عمر المشروع أو إلي تاريخ محدد تساوي صفراً ولدى مقارنة مجموعة من المشاريع الاستثمارية استناداً إلي هذا المعيار، يكون أفضلها ذو المردود الداخلي الأعلى للتدفقات النقدية.

٤/ مدة استرداد رأس المال: وتعني التاريخ الذي يكون فيه مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية مساوياً لقيمة الاستثمارات الموضوعة لتنفيذ المشروع ويتم المقارنة بين مختلف المشروعات وفق هذا المعيار، باعتبار أنه كلما قل عدد سنوات استعادة رأس المال، كلما كان المشروع أفضل، ومن ناحية أخرى فهو يشكل ضماناً لعمليات الاستثمار.وهذا المعيار هو أكثر معايير تقييم المشاريع استعمالاً في الاقتصاديات المخططة.

---

١) عقيل جاسم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص ص١٧)١٨.

٥/ معامل إغناء رأس المال: ويعبر هذا المعيار عن العلاقة بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية للمشروع وقيمة الاستثمارات الأولية وفي حالة تكون هذه الاستثمارات موزعة على عدة سنين يتم حساب مجموع القيم الحالية لها[١].

تقييم المشروعات الاستثمارية وتقدير تكلفة رأس المال:

مفهوم تقييم المشروعات الاستثمارية:

يتوقف نجاح المشروعات الاستثمارية علي مدي سلامة وفعالية القرارات التي يتم صنعها، أن جميع القرارات يجب أن يتم صنعها علي الأسس والمبادئ العلمية الحديثة، إن الفرق بين مشروع ناجح وآخر غير ناجح يكمن في مدي قدرة الإدارة علي صنع قرارات رشيدة أو مبنية علي أسس ومبادئ علمية وإدراك العلاقات المتبادلة بين المنظمة وأطراف التعامل الداخلي والخارجي في ضوء ما يؤثر علي المنظمة من عوامل اقتصادية وسياسية وثقافية علي مستوي الدولة وفي هذا الخصوص يجب الإشارة إلي أن الأمر يشمل القرارات الخاصة بالمشروعات القائمة فعلا و يشمل أيضا القرارات الخاصة بالمشروعات الاستثمارية الجديدة.[٢]

ويتم في عملية تقييم المشروعات الاستثمارية وزن العوامل المختلفة لجوانب كل بديل في ضوء الأهداف والقيود المرتبطة بأداء الأنشطة اللازمة لها ويكون التقييم صعبا في حاله غياب المعلومات أو ندرتها ولكن وجود المعلومات بالكمية والجودة المناسبتين يؤدي إلي تسهيل عملية التقييم وكلما كانت المعايير التي يتم في ضوئها التقييم معايير كمية أو أوصاف يمكن إعطائها أوزان نسبية كمية كلما كانت عملية التقييم عملية موضوعية. والقيام بتقييم البدائل يعني تحديد المزايا والعيوب المتوقعة لكل حل بديل وتلك الخطوة تستلزم القيام بالتنبؤ واستقراء المستقبل بطريقة علمية وتنطوي عملية التحليل علي:

أ. تحديد العوامل الإستراتيجية التي سوف يتم التركيز عليها عند القيام بالتنبؤ.

ب. التنبؤ بالنتائج المتوقعة لكل بديل.

---

١) المرجع السابق، ص١٨.

٢عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الإدارة والاستثمار، (در المعرفة الجامعية، ط١، ٢٠٠٠)، ص٩

وتحديد العوامل الإستراتيجية في كل بديل تقدم عونا كبيرا في اختصار الجهود الخاصة بعملية التنبؤ وتوجيهها في اتجاهات محددة فعند التنبؤ بالنتائج المتوقعة فمن الطبيعي الاهتمام بتلك النتائج التي تؤثر علي الهدف السابق تحديده ثم تأتي عملية التنبؤ بالنتائج المتوقعة لكل بديل في ظل احتمال حدوث كل بديل وتقدم الاحتمالات مساعدة غير منكورة في هذا المجال وتتم ترجمة المزايا والعيوب الخاصة بكل بديل عن طريق وضع أوزان نسبية لكل المزايا والعيوب الخاصة بكل بديل.[1]

وهذا من شأنه أن يؤدي إلي تحديد صافي المزايا وصافي العيوب لكل بديل، وفي مجال القرارات التي يمكن ترجمة نتائج بدائلها إلي أرقام كمية يتم تحديد العائد والتكلفة لكل بديل وفي ضوء صافي العائد والتكلفة يتم الترتيب للبدائل المتاحة، بعد القيام بترتيب البدائل طبقا لصافي المزايا والعيوب أو طبقا لصافي التكلفة والعائد يتم دراسة بعض المتغيرات المتعلقة بتنفيذ القرار ويتم استدعاء خبرة الماضي في تفضيل بديل علي آخر والبديل الذي يحقق اعلي مزايا صافية أو اعلي عائد صافي ويمكن تنفيذه بدون عيوب مستقبلية أو تكاليف غير منظورة يمثل البديل الأمثل الذي يمكن اختياره وبدرجة منخفضة من المخاطرة.[2]

المشاكل التي تواجهها عملية تقييم المشروعات الاستثمارية:

تتطلب عملية تقييم المشروعات تقديرات معينة وتخمين لتطورات المستقبل في ظل ظروف غامضة ذلك أن ظاهرة عدم التأكد مصاحبة لأي دراسة أو اجتهاد يتعلق بالمستقبل، فنجد في مجال التدفقات النقدية المستقبلية أن هذه التدفقات سوف تصطدم بالعديد من الاحتمالات التي قد تؤثر علي ما تجريه من تقديرات نذكر منها علي سبيل المثال:[3]

أ. احتمالات عديدة متعلقة بالاقتصاد القومي أهمها سياسة الأنفاق الحكومي وما ينتج عنها من احتمالات التضخم و الانكماش.

---

١)عبد الحميد محمود، المحاسبة الإدارية ونظم دعم القرار، (القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٦)، ص ص ١٢- ٢١

٢)المرجع السابق، ص٢٢

٣) ثناء محمد طعيمة، مرجع سبق ذكره، ص٢٦

ب. احتمالات تتعلق بالسلع التي ينتجها المشروع سواء بالنسبة لمدي مرونة العرض والطلب عليها أو مدي صمودها أمام تيار التقدم والتكنولوجيا الحديثة في تطوير المنتجات.

ج. المؤثرات التي تتعلق بالمشروع ذاته، سواء بالنسبة لنوعيه وثقافة وخبرة المديرين أو ظروف التشغيل.

الخطوات اللازمة لتقييم المشروعات الاستثمارية :

إن مرحلة تقييم المشروعات تعتبر من المراحل البالغة الأهمية في حياة المشروع الاستثماري وترجع خطورة هذه المرحلة إلي أن نتيجة التقييم هي المعيار الذي تستند إليه الإدارة عند اتخاذ قرار قبول أو رفض المشروع الاستثماري المقترح.

وعلي درجة سلامة ودقة التقييم تتوقف سلامة وصواب القرار الإداري الخاص بقبول أو رفض تنفيذ المشروع، والهدف الأساسي من تقييم المشروعات الاستثمارية هو مساعدة الإدارة علي اختيار البديل الأمثل من بين البدائل الاستثمارية المتاحة. ولكي يكون الاختيار سليما يجب أن تحدد مقدما النتائج التي سوف تترتب علي كل بديل من هذه البدائل ويتعين علينا أن نسلم مقدما بان الوصول إلي تحديد قاطع ودقيق لهذه النتائج أمر مستحيل وعلينا أن نقنع بالحصول علي تقديرات أقرب إلي الواقع بقدر الإمكان، والمشكلة في الحقيقة تتمثل في أن النتيجة المترتبة علي القرار لا تتوقف فقط علي البديل وإنما تتوقف أيضا علي الظروف المنتظر أن تسود في المستقبل مثل المناخ الاقتصادي، تطورات السوق، التكنولوجيا، ردود فعل المنافسين وكل هذه الظروف تتميز بعدم التأكد وقد يكون من الممكن تخفيض درجة عدم التأكد بالنسبة لهذه الظروف عن طريق بذل مزيد من الجهد واستخدام احدث الأساليب من أجل التوصل إلي قرار إداري سليم. مما سبق يمكن القول بان تقييم المشروعات الاستثمارية يتكون من الخطوات الآتية:[1]

أ. تحديد معيار مناسب للمفاضلة بين البدائل في الحياة العملية نجد أن الوصول إلي تحديد واضح ودقيق لأهداف المنشأة أمر نادر التحقيق، ولكن يمكن التوصل لدرجة

---

١) حنفي زكي عيد، صادق حامد مصطفي، مرجع سبق ذكرة، ص ص ٥٣ -٥٤

مقبولة من والوضوح إذا ما بذلنا جهدا كافيا، من ثم يمكن تحديد معيار مقبول وملائم للمفاضلة بين البدائل.

ب. تحديد الظروف المختلفة التي يمكن أن يسود أحدها مستقبلاً يلاحظ أن نتيجة أي قرار لا تتأثر فقط بالبديل الذي يتم اختياره وإنما تتأثر أيضاً بنوع الظروف التي تتحقق مستقبلا أثناء تنفيذ القرار، المتمثلة في ظروف التأكد، ظروف المخاطرة، وظروف عدم التأكد.

ج. حصر البدائل: تعتبر هذه المرحلة من الخطوات الهامة ولابد من مراعاة الدقة في تحديد البدائل حتى لا يغفل عن بدائل لها قيمتها، فإن التحليل سوف يسفر عن اختيار أفضل البدائل التي تم تحديدها ولكنه لن يكون أفضل البدائل التي كان يمكن اختيارها لحل المشكلة في حالة عدم الدقة في تحديد البدائل.

د. صياغة النموذج: يقصد بذلك التعبير عن العلاقة بين البدائل والظروف من ناحية وبين معيار المفاضلة من ناحية آخري وتستخدم هذه العلاقة في تحديد البيانات وكمثال علي ذلك قد تتخذ التكلفة الكلية معيار للمفاضلة بين عدة مستويات ونجد التكلفة عند أي مستوي إنتاجي تتكون من تكاليف ثابتة ومتغيرة وقد يعبر عن ذلك بنموذج رياضي هو معادلة الخط المستقيم ص = أ + ب س[(١)].

هـ. التنبؤ والتقدير لقيم كل مؤشر بالنموذج: بعد صياغة النموذج يتم التنبؤ وتقدير قيم المتغيرات المختلفة التي يشتمل عليها النموذج حتى يمكن حساب ناتج كل بديل في كل ظرف من الظروف المتوقعة.

و. حساب الناتج لكل بديل.

ز. عرض ناتج البدائل علي الإدارة للمساعدة في المفاضلة بين البدائل.[٢]

معايير تقييم المشروعات الاستثمارية:

إنا الأسس العلمية لاتخاذ قرارات استثمارية تقوم علي افتراض أن الجهة المختصة لديها مجموعة من المعايير يمكن علي ضوئها تحديد ما إذا كان المشروع الاستثماري المقترح جدير بالتنفيذ أم لا، وفي حالة استثمارات القطاع الخاص فان المشروع لابد أن يجتاز

---

١) المرجع السابق، ص٥٤.

٢) المرجع السابق، ص٥٥

اختبارات الربحية اولاً. إلا أن الوضع في القطاع العام يقوم علي أهداف الخطة القومية واستراتيجيات التنمية واختيار أدوات تحقيق التنمية وهذه المعايير توفر الأرضية التي يتم علي ضوئها تحديد الاستثمارات الجدية.

وبصورة عامة يصعب تحديد معايير تقييم الاستثمارات التي تنطبق علي جميع حالات الاستثمار. حيث هذه الممارسات بطبيعتها ذات بعد قومي وتعتمد علي ظروف البلد المعين، إلا انه لابد من التأكد هنا علي أن قرارات الاستثمار لا يمكن اتخاذها بالدقة والفعالية اللازمة في غياب هذه المعايير.[1]

طرق تقييم المشروعات الاستثمارية:

طرق تقييم المشروعات الاستثمارية قد تكون بسيطة أو معقدة بالرغم من وجود العديد من الطرق لتقييم المشروعات فانه يمكن تصنيفها إلي مجموعتين:[2]

أ/ طرق التدفق النقدي التي تعتمد علي القيمة الزمنية للنقود:

ويقصد بالقيمة الزمنية للنقود الفرق بين القيمة الحالية والقيمة في المستقبل لمبلغ محدد من النقود، أي أن قيمة الجنية في اليوم أكبر من قيمة الجنيه في المستقبل ويتمثل الفرق بين قيمة الجنية في اليوم وقيمة الجنيه في المستقبل في الفائدة التي تمثل تكلفة النقود عند الاقتراض والعائد في حالة الإقراض. وفي عملية تقييم الاستثمار المبدئي يجب أن لا يكون أكبر من القيمة الحالية للنقدية التي يتم الحصول عليها في المستقبل.

ب/ طرق التدفق النقدي التي لا تعتمد علي القيمة الزمنية للنقود:

مثل طريقة فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي لا تعتمد علي القيمة الزمنية للنقود. هذه الطرق أسهل في حسابها من طرق التدفق النقدي المخصوم أو التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود في الاعتبار، ولكن في ظل ارتفاع معدلات الفائدة وتكلفة رأس المال لا يمكن الاعتماد علي هذه الطرق.

---

١) عمر أحمد عثمان المقلي، إدارة المؤسسات العامة في الدول النامية، (السودان: دار الأصالة للصحافة والنشر، ط١، ١٩٩٦)، ص٦٣

٢) ثناء محمد طعيمة، مرجع سبق ذكره، ص٧١

تقدير تكلفة رأس المال:

تعرف تكلفة رأس المال بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، ومن هنا يتضح أن تمويل المنشآت يتأتي من مصادر متعددة لكل مصدر منها تكلفة معينة وقد تختلف عن مصادر التمويل ألآخري مثل تكلفة حقوق الملكية وتكلفة التمويل بالقرض والديون، فإذا تم تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل يتم الحصول علي التكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال، وتستخدم هذه التكلفة عادتاً كمعيار لقبول أو رفض المشروعات الاستثمارية، ويتم احتساب تكلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل بشكل منفرد حتى يتم الوصول إلي التكلفة الإجمالية المرجحة.

يقتضي تقدير تكلفة رأس المال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي للشركة وهي الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة[1].

أ/ تكلفة الديون: يقصد بتكلفة الديون معدل العائد الذي يطلبه المقرضين بمقابل إقراضهم للمشروع ويقاس العائد بالطريقة التي يقاس بها معدل العائد الداخلي أي أن تكلفة الدين تساوي معدل الخصم الذي يساوي القيمة السوقية للسند أي سعر السند السوقي والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة والقيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند ولكن تكلفة الدين على الشركة التي تدفع ضرائب على أرباحها تكون أقل لأن الفائدة المدفوعة على الديون تطرح فينخفض الربح الخاضع للضريبة.

ب/ تكلفة الأسهم الممتازة: تكلفة الأسهم الممتازة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للاستثمار في هذه الأسهم. وبما أن الأسهم الممتازة في معظمها هي أوراق مالية أبدية لا تستحق وتوزع أرباحاً ثابتة فان العائد المطلوب على الاستثمار في هذه الأسهم يساوي الربح الموزع السنوي مقسما على سعر السهم في السوق ويمثل هذا العائد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة للشركة.

ج/ تكلفة الأسهم العادية: أن تكلفة الأسهم العادية تساوي معدل العائد المردود المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للإقبال على الاستثمار في هذه الأسهم

---

١) الموقع الالكتروني: www.jps-dir.com ٢٠١١/٥/٢٤ –PM ٥:٠٠

ويتألف معدل العائد المتوقع على الاستثمار في الأسهم العادية من قسمين هما عائد الربح الموزع الناتج عن تقسيم الأرباح الموزعة بالسهم المتوقعة على سعر شراء السهم ومعدل النمو السنوي لسعر السهم.

د/ **تكلفة الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة أرباح تحققت غير أن المنشاة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع يساوي على الأقل الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك أي أن البديل لاحتجاز الأرباح هو دفعها إلى المساهمين بشكل أرباح موزعة ومن هنا نستطيع تشبيه عملية التمويل عن طريق احتجاز الأرباح بعملية توزيع الأرباح على المساهمين ثم إصدار أسهم عادية جديدة بقيمة الأرباح الموزعة وبيعها إلى المساهمين مباشرة من قبل الشركة دون اللجوء إلى بنك استثمار وبذلك تكون تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي العائد المطلوب من قبل المساهمين للاستثمار في أسهم الشركة، ومن الناحية العملية فإن تكلفة الأرباح المحتجزة قد تكون أقل من التكلفة الأساسية للتمويل بالملكية إذا كانت الأرباح الموزعة للمساهمين خاضعة لضريبة دخل الأفراد وإذا كان إعادة استثمارها من قبل المستثمرين يحتاج لدفع عمولة للوساطة وبذلك يكون احتجاز الأرباح أوفر على الشركة. وترجع أهمية تكلفة رأس المال في تحديد الجدوى الاقتصادية لمشاريع الاستثمار ومن مصلحة الشركة أن تكون تكلفة رأس المال منخفضة لأن ذلك يتيح لها عدد أكبر من فرص الاستثمار الرابحة ويجعلها تنمو بمعدلات سريعة. ولا نستطيع اعتبار تكلفة رأس المال ثابتة لأنها في الحقيقة تتغير طردياً بازدياد خطر مشاريع الاستثمار أي خطر الأعمال وكذلك ازدياد نسبة المديونية في هيكل تمويل المشروعات أي الخطر التمويلي. وأن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى هذا من الجانب النظري، أما الجانب العملي فهناك عدة عوامل تدخل في تحديد هيكل رأس المال الأمثل للشركة وهي تتعلق[1]:

---

١) الموقع الالكتروني: www.jps-dir.com ٢٠١١/٥/٢٤ –PM ٥:٠٠

١. بطبيعة الصناعة التي تعمل بها الشركة من حيث درجة المنافسة واستقرار المبيعات.
٢. ببنية الموجودات في الشركة وأفاق النمو المستقبلي.
٣. بدرجة حساسية الجهات المقرضة لارتفاع نسب المديونية في الشركة.

أساليب تقييم المشروعات في حالة المخاطرة:

إن المشروعات الاستثمارية تتعرض إلي مناخات اقتصادية في المستقبل غير آمنة تماماً بل هي مناخات المتاعب والشك والتغير والتحديات وفي ظل هذه الظروف فإنه ما لم يتناول متخذ القرار الشئون الروتينية للمساعدة في اتخاذ قرار اختيار أحد البدائل الاستثمارية أو يتم اتخاذه في ظروف التأكد التام فإن نتائجه وآثاره قد تنحرف قليلاً أو كثيراً مما كان متوقعاً له. وبالرغم من وجود هذه التأثيرات السلبية للقرارات في ظل هذه الظروف إلا أنه يمكن الحد منها بدرجة كبيرة كلما وجدت معلومات كافية وملائمة ودقيقة عن الاحتمالات المختلفة للبدائل ويمكن الحصول على هذه المعلومات باستخدام الأساليب التالية[1]:

أ/ القيمة المتوقعة:

يتطلب أي قرار استثماري التنبؤ بالأحداث المستقبلية بصورة صريحة أو ضمنية وحيث أنه من الصعوبة القيام بتنبؤ دقيق دقة كاملة بمعنى أننا لا نستطيع مثلاً القول إن مشروعاً معيناً سيحقق تدفق نقدي سنوي يبلغ (١٥٠٠) جنيه بصورة مؤكدة. فالأمر ليس بهذه البساطة حتى أن رقم التدفق النقدي يتوقف على أمور عديدة يخرج معظمها عن نطاق تحكم متخذ القرار حيث أنها تتحدد بالظروف الاقتصادية السائدة في وقت تحقق التدفق النقدي.

وعلى هذا الأساس فإن متخذ القرار لا يستخدم رقم واحد للتدفقات النقدية السنوية بل يستخدم أكثر من رقم بحيث يمثل كل واحد منهم التدفق النقدي في حالة حدوث حالة اقتصادية بعينها.

---

١) د/ عبد الحميد محمود، مرجع سبق ذكره، ص١٠٨.

ويمكن التعبير عن التدفق النقدي السنوي في صورة جدول بدلاً عن التعبير عنه في صورة رقم واحد (١٥٠٠ جنيه هو ما يطلق عليه أفضل تقدير) أي جدول يتكون من جانبين الجانب الأول يمثل الحالات الاقتصادية المختلفة والجانب الثاني يمثل التدفق النقدي السنوي لكل حالة اقتصادية وذلك كما يلي[1]:

جدول رقم (٣/ ١/ ١) التدفق النقدي السنوي

الحالة الاقتصادية	التدفق النقدي السنوي
كساد كبير	٥٠٠
كساد معتدل	١٠٠٠
ظروف طبيعية	١٥٠٠
رواج معتدل	٢٠٠٠
رواج كبير	٢٥٠٠

المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية، ١٩٩٩)، ص٢٣١.

ومن هذا الجدول يتضح أن التدفق النقدي السنوي سيكون رقم واحد فقط من الأرقام الخمسة الموجودة بالجدول ويتوقف هذا الرقم على الحالة الاقتصادية التي تسود في الفترة التي سيعيشها المشروع. وقد تم افتراض خمس حالات اقتصادية فقط ولكن الواقع العملي يختلف حيث أن الظروف الاقتصادية تتراوح من كساد عميق للغاية ورواج غير محدود وهنالك عدد لا حصر له من الاحتمالات بين هذين النقيضين.

ويتم حساب القيمة المتوقعة للمشروعات الاستثمارية عن طريق الخطوات التالية:

١. حساب عوائد كل مشروع في ظل كل ظرف من الظروف الاقتصادية التي يتوقع أن تسود.

٢. تقدير فرصة أو احتمال حدوث كل حالة من الحالات الاقتصادية.

٣. حساب المتوسطات المرجحة بالأوزان للعوائد الممكنة وذلك عن طريق ضرب التدفقات النقدية في كل حالة في احتمال حدوث الحالة، وبعد جمع حواصل الضرب يتم

---

١) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، (الإسكندرية: الدار الجامعية، ١٩٩٩)، ص٢٣١.

التوصل إلي المتوسط المرجح بالأوزان لكل بديل ففي حالة أن يكون التدفق النقدي للاقتراحات الاستثمارية متساوي يتم قياس المخاطر بالانحراف المعياري أما في حالة اختلاف هذا التدفق فيتم استخدام معامل الاختلاف، ويساعد أسلوب معامل الاختلاف على قياس مخاطر كل اقتراح على ضوء القيمة المتوقعة لتدفقاته النقدية[1].

ج/ جداول المساحات للمنحنى الطبيعي:

قد نجد في بعض الحالات أن صافي التدفقات النقدية للمقترح الاستثماري له توزيعاً طبيعياً وفي هذه الحالة يمكن الاستفادة من خصائص المنحنى الطبيعي في الحصول على معلومات تساعدنا في تحليل المخاطر.

أن احتمال وقوع حدث معين بين قيمتين هو عبارة عن المساحة الواقعة تحت المنحنى بين هاتين القيمتين ومن الممكن إيجاد قيمة هذه المساحة عن طريق استخدام جداول المساحات للتوزيع الطبيعي وذلك بتحويل المسافة بين هاتين القيمتين والوسط الحسابي للتوزيع إلي درجات من الانحراف المعياري ثم توجد المساحة المقابلة لهذه الدرجات المعيارية من جدول المساحات للتوزيع الطبيعي، وهذه المساحة ما هي إلا احتمال وقوع الحدث بين هاتين القيمتين[2].

فمثلاً أن هنالك مشروع استثماري معروض على متخذ القرار وقد تم إجراء الدراسات اللازمة لتحديد تكاليفه وإيراداته ولقد أمكن تحديد صافي القيمة الحالية المتوقعة وأيضاً قيمة الانحراف المعياري فإنه يمكن إيجاد احتمال تحقيق صافي القيمة الحالية داخل أي نطاق للقيم وذلك باستخدام الدرجات المعيارية والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية: $د = \frac{ص - م}{ع}$[3].

حيث تمثل (د) الدرجة المعيارية، و(ص) صافي القيمة الحالية (التقديرية) أما (م) تمثل متوسط صافي القيمة الحالية المتوقعة و(ع) الانحراف المعياري، بعد أن يتم حساب

---

١) المرجع السابق، ص١٠٠.

٢) ثناء محمد طعيمة، مرجع سبق ذكره، ص١٣٣.

٣) المرجع السابق، ص١٣٣.

الدرجة المعيارية للاحتمال يتم بعد ذلك الكشف عن الاحتمال المقابل لهذه الدرجة في جدول التوزيع الطبيعي.

ويلاحظ أن المفاضلة بين المشروعات على أساس احتمال تحقيق صافي قيمة حالية داخل نطاق معين لا يتم إلا إذا كانت التدفقات الخارجة لها متساوية.

أما في حالة عدم التساوي فإنه يستخدم ما يسمى بدليل الربحية بدلاً من صافي القيمة الحالية ولا يختلف عن حالة التساوي إلا أنه يتم تحويل القيمة الحالية للتدفقات الداخلة إلي نسب مئوية وذلك بإحدى المعادلتين التاليتين حسب البيانات المتاحة[١]:

١/ $$\text{ل} = \frac{\text{مجموع القيم الحالية للتدفقات الداخلة}}{\text{التدفقات الخارجية}} \times ١٠٠$$

٢/ $$\text{ل} = \frac{\text{التدفقات الخارجة+صافي القيمة الحالية}}{\text{التدفقات الخارجة}} \times ١٠٠$$

وبمقارنة هذا الاحتمال بين عدة مشروعات يتم المفاضلة بينها فإنه يتم اختيار البديل الذي يحقق أكبر احتمال[٢].

تقييم المشروعات في ظل ظروف عدم التأكد:

مفهوم عدم التأكد:

يعتبر الظرف حالة عدم تأكد إذا لم يكن لدينا أي معلومات حول الاحتمالات الممكنة للعائد، فإذا كانت الاحتمالات غير معروفة تماماً فالقيمة المتوقعة للقرارات لا يمكن تحديدها ولذا فإن المعلومات المتاحة لصناعة القرارات في هذه الحالات تكون عند حدها الأدنى مما يجعلها عند المعالجة أصعب مواقف صناعة القرار على الإطلاق[٣].

تعريف عدم التأكد:

هي الحالة التي يتعذر معها وضع أي توزيع احتمالي موضوعي لعدم توافر أي بيانات أو يعتمد في ذلك على الخبرات الشخصية ولذلك يطلق عليه بالتوزيع الاحتمالي

١) المرجع السابق، ص١٣٤.

٢) المرجع السابق، ص١٣٤.

٣) أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٠)، ص٢٥٧.

الشخصي، أو أنه يعبر عن موقف لا تتوافر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية[1].

ويمكن تعريف حالة عدم التأكد أيضاً بأنها: تعذر التنبؤات بالأحداث المتوقعة للإجراءات البديلة حتى ولو في إطار احتمالي[2].

وأيضاً يمكن تعريف عدم التأكد بأنه إمكانية انحراف القيم الفعلية عن القيم المتوقعة[3].

أساليب التقييم في ظل عدم التأكد:

سبق الإشارة إلي أنة يقصد بعدم التأكد عدم وجود أي معرفة لدي متخذ القرار عن ما ستكون عليه حالة الطبيعة في المستقبل ولا تتوفر لديه أي بيانات أو معلومات يمكن استخدامها في تحديد احتمالات للأحداث التي يمكن حدوثها في المستقبل وفي هذه الحالة سيكون على متخذ القرار استخدام معيار لا يتطلب وجود معرفة باحتمالات الطبيعية، ويمكن تلخيص الأساليب التي اقترحت لعلاج مشكلة عدم التأكد وأثرها على التدفقات النقدية للمشروع فيما يلي:

أ/ تحليل التعادل:

يتم استخدام تحليل التعادل حتى يتم التوصل إلي أفضل البدائل التي تؤدي إلي تحقيق الربح المستهدف ويتعلق هذا التحليل بالعلاقة بين إيرادات المبيعات، وإجمالي المصروفات، وحجم المبيعات.

ومن خصائص هذا التحليل، ينظر إلي كيفية تغير إجمالي المصروفات مع تغير حجم المبيعات، وينظر أيضاً إلي تغير إجمالي الإيرادات مع تغير حجم المبيعات، ويحدد انحرافات المصروفات والإيرادات لمختلف أحجام المبيعات وهنالك عدة طرق لتحليل التعادل منها[4]:

---

١) www.ahmedkordy.blogspot.com, ٢٠/٦/٢٠١١, ٤:٣٠pm.

٢) أحمد رجب، المحاسبة الإدارية، (بيروت: الدار الجامعية، ١٩٨٢)، ص٨٩.

٣) تشارلز هور نجرن وآخرون، تعريب: أحمد حامد حجاج، محاسبة التكاليف مدخل إداري، (الرياض: دار المريخ للنشر، ٢٠٠٩)، ص١٥٦.

٤ ثناء على القباني، (www.ahmedkordy.blogspot.com, ٢٠/٦/٢٠١١, ٤:٣٠pm.

١. طريقة المعادلة.

٢. طريقة هامش المساهمة.

٣. طريقة نسبة هامش المساهمة.

١/ طريقة المعادلة:الخطوة الأولي في تحليل التعادل هي تقسيم إجمالي المصروفات إلي عناصر مصروفات ثابتة وعناصر مصروفات متغيرة، بذلك يمكن تحليل الربح حسب مصطلحات الإيرادات، المصروفات الثابتة والمصروفات المتغيرة بالمعادلة التالية[(١)]:

إيرادات المبيعات – المصروفات المتغيرة – المصروفات الثابتة = الربح أو

الإيرادات = المصروفات المتغيرة + المصروفات الثابتة + الربح

وتعتبر نقطة التعادل هي حجم المبيعات الذي عنده تتساوى إجمالي الإيرادات مع إجمالي المصروفات.

٢/ طريقة هامش مساهمة الوحدة:

هذا أسلوب آخر لتحليل التعادل ويتطلب معرفة سعر البيع للوحدة والمصروفات المتغيرة لكل وحدة، ويطرح المصروف المتغير لكل وحدة من سعر البيع لكل وحدة للحصول على هامش المساهمة للوحدة، وهو يمثل القيمة التي تساهم بها كل وحدة في تغطية المصروفات الثابتة وبعد تغطية المصروفات الثابتة فإن هامش المساهمة لكل وحدة إضافية مباعة يمثل زيادة في الربح، ويتم تحديد حجم التعادل بالمعادلة التالية[(٢)]:وحجم التعادل = $\frac{\text{إجمالي المصروفات}}{\text{هامش مساهمة الوحدة}}$

٣/ طريقة نسبة هامش المساهمة:

فيما سبق تم قياس حجم المبيعات بعدد الوحدات ولكن في أحيان كثيرة لا يتم قياس حجم المبيعات بالوحدات وفي هذه الحالة يمثل المصروف المتغير كنسبة من سعر

---

٤) أحمد رجب، المحاسبة الإدارية، (بيروت: الدار الجامعية، ١٩٨٢)، ص٨٩.

٤) تشارلز هور نجرن وآخرون، تعريب: أحمد حامد حجاج، محاسبة التكاليف مدخل إداري، (الرياض: دار المريخ للنشر، ٢٠٠٩)، ص١٥٦محاسبة التكاليف والمحاسبة الإدارية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٣)، ص١١٢.

١) ثناء على القباني، مرجع سبق ذكره، ص١١٣.

٢) المرجع السابق، ص١١٣.

البيع تكون ٧٥٪ مثلاً ويكون هامش المساهمة ٢٥٪ من سعر البيع وبافتراض أن (س) تمثل قيمة المبيعات فإن معادلة احتساب نقطة التعادل تكون كالآتي[١]:

إيرادات مبيعات التعادل = نسبة المصروفات المتغير × إيرادات المبيعات + المصروف الثابت

أو إيرادات مبيعات التعادل = $\frac{\text{المصروفات الثابتة}}{\text{نسبة هامش المساهمة}}$

ويشار إلي أن البديل الذي له نسبة عالية من الأصول الثابتة هو الذي يحتاج إلي تحقيق مبيعات أكبر. فعندما تزداد نسبة التكلفة الثابتة يكون من اللازم زيادة حجم المبيعات ثم صافي الربح[٢].

يتضح مما سبق في أسلوب تحليل التعادل أن حجم المبيعات المقدرة يعتبر من العناصر الرئيسية في تحليل التعادل بغرض تخطيط الأرباح حيث تتوقف الأرباح أو الخسائر لمنتج معين أو خط منتجات على هذا الحجم وحيث أن هذا الحجم هو مجرد تقدير فإن ذلك معناه أن عنصر عدم التأكد يدخل هنا في الصورة. وغالباً ما تحتوي القرارات الاستثمارية على مخاطر ولذلك يدرس تحليل العلاقة بين التكلفة، الحجم، والربح كيف يتأثر دخل التشغيل إذا لم تتحقق البيانات الأصلية المتنبأ بها مثلاً إذا انخفضت المبيعات بنسبة ١٠٪ عن المقدر يؤثر تقييم هذه المخاطر على قرارات استثمارية أخرى يمكن أن تتخذها الشركة. فعلى سبيل المثال لو أن احتمال هبوط في المبيعات يبدو مرتفعاً، ربما يتخذ المدير إجراءات لتغيير هيكل التكاليف لكي يحتوى على تكاليف متغير أكثر وتكاليف ثابتة أقل.

ب/ أسلوب التحليل الاحتمالي:

رغبة في تطوير التوزيعات الاحتمالية كأسلوب لتحليل عدم التأكد بحيث يصبح بعيداً عن التأثير باختلاف الشخصية بين متخذي القرارات اقترح هيرتز نموذجاً يقوم على افتراض أن التدفقات النقدية العائدة من البدائل الاستثمارية المتاحة إنما تحدد

---

١) المرجع السابق، ص١١٣.

٢) المرجع السابق، ص١١٤.

بالعديد من العوامل، ولتحليل المخاطر المرتبطة بكل من هذه البدائل فالأمر يتطلب دراسة تأثير المخاطر المرتبطة بكل من العوامل المؤثرة في التدفقات النقدية المتنبأ بها، ولتحقيق ذلك يقوم متخذ القرار بتقدير القيمة المتوقعة والقيمة القصوى والقيمة الدنيا لكل من العوامل المؤثرة في التدفقات النقدية، ويتم توليد الاحتمالات الموضوعية باستخدام أسلوب مونت كارلو الإحصائي والذي ينطوي على جدول بالأرقام العشوائية. وعن طريق استخدام الحاسبات الالكترونية يتم اختيار قيمة كل من العوامل المؤثرة من بين التقديرات الثلاثة.

وبضم القيم المختارة لكل من هذه العوامل يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية العائدة من كل البدائل الاستثمارية المتاحة وبذلك يمكن تحديد التأثير المنفصل لكل من العوامل المؤثرة على التدفقات النقدية، وبعبارة أخري تحديد حساسية التدفقات النقدية لكل من العوامل المؤثرة فيها، ومن الطبيعي إذا كان تأثير أي من هذه العوامل محدود فيمكن التقاضي عن تحليل المخاطرة المرتبطة بهذا العامل المؤثر تفصيلياً وكما يتضح أن النموذج يستهدف تحليل خطر عدم التأكد المرتبط بكل من بدائل الإنفاق الاستثماري بطريقة تفصيلية وبموضوعية أكثر[1].

ج/ تحليل الحساسية:

قبل الاختيار من بين البدائل يقوم المديرون عادة بتحليل حساسية قراراتهم للتغيرات في الفروض الأساسية، ويقصد بتحليل الحساسية (ماذا – لو) الأسلوب الذي يستخدمه المديرون لدراسة كيف تتغير نتيجة المشروع ما إذا لم تتحقق البيانات الأصلية المتنبأ بها، أو إذا تغير أحد الفروض الأساسية.

إن أساليب تقييم المشروعات معظمها تقوم على فروض معينة تنطوي على أن هنالك أسعار معينة للمبيعات والمواد وكميات معينة للمبيعات ومعدلات معينة للإنتاج ومستوى طاقة إنتاجية للمشروع يعمل عندها في سنوات معينة وعمر افتراضي يتم على

---

١) أحمد رجب عبد العال، المحاسبة الإدارية، (الإسكندرية: مركز الإسكندرية لمطوعات الجامعية، ١٩٨٧)، ص٤٩٣.

أساسه حساب التدفقات الداخلة والخارجة وسعر خصم معين وغيرها من الفروض ولا شك في أن هذه الفروض ستتغير ولا جدال أن القرار سيتأثر سلباً أو إيجاباً، ومن هنا نشأت الحاجة إلي وجود تحليل الحساسية كأداة للتعرف على مدى قدرة المشروع على التكيف وتحمل تلك التغيرات من عدمه، ويعبر تحليل الحساسية عن مدى استجابة المشروع أو درجة حساسيته لتغيرات التي تطرأ عليه وقد يمثل التغير هنا التغير في قيم بعض عناصر التدفقات الداخلة أو التدفقات الخارجة.

مثلاً فيما يتعلق بتحليل العلاقة بين التكلفة، الحجم، والربح. السابق فإن تحليل الحساسية يجب على العديد من الأسئلة منها: ماذا يمكن أن يحدث لدخل التشغيل فيما لو أن حجم الوحدات المباعة انخفض بنسبة ٥٪ عن الحجم الأصلي المتنبأ به؟. وماذا يمكن أن يحدث لدخل التشغيل لو زادت التكاليف المتغيرة للوحدة بنسبة ١٠٪؟. وبالطبع فإن تحليل حساسية دخل التشغيل لمختلف النتائج الممكنة يوسع ولا شك منظور المديرين ورؤيتهم عما يمكن أن يحدث بالفعل قبل أن يلتزموا بالتكاليف.

والذي لا شك فيه أن الانتشار المتزايد لصفحات الانتشار الالكترونية يساعد المديرين على إدارة تحليلات الحساسية المعدة على أساس تحليل العلاقة بين التكلفة، الحجم، الربح (تحليل التعادل) بطريقة منظمة وبكفاءة، وباستخدام صفحات الانتشار الالكترونية يستطيع المديرون إدارة تحليل الحساسية لفحص أثر وتفاعلات التغيرات في أسعار البيع، والتكلفة المتغيرة للوحدة، التكاليف الثابتة ودخل التشغيل المستهدف. وبالتالي فإن تحليل الحساسية هو أسلوب لقياس أثر هذه التغيرات في النهاية على معدل العائد الداخلي أو صافي القيمة المتوقعة الحالية أو أي معيار آخر من معايير تقييم المشروعات، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية في حالة عدم التأكد ويوضح تحليل الحساسية كيف يمكن أن تتأثر قيمة المعيار المستخدم لتقييم المشروع الاستثماري بالتغيرات في أحد المتغيرات أو العوامل المؤثرة على المشروع، وعلى صافي التدفقات النقدية مثل سعر بيع الوحدة أو تكلفة الوحدة المتغيرة وغيرها، ويتم تحديد أثر التغير في أحد المتغيرات على النتائج المتوقعة مع افتراض ثبات باقي متغيرات حساب صافي

التدفقات النقدية بمعنى أن متخذ القرار الاستثماري يمكن أن يحدد مدى حساسية عائد المشروع الذي تدرس جدواه، للتغيرات في قيمة متغير أو متغيرات معينة يتكون منها المشروع [1].

لكن حساب أثر واحد من المتغيرات يفترض ثبات أثر المتغيرات الأخرى وفي الواقع العملي فإنه غالباً ما يقتصر تحليل الحساسية على المتغيرات الرئيسية التي يمكن أن يكون لها تأثيراً واضحاً على المشروع وهي تلك المتغيرات التي تمثل جزءاً كبيراً من التكاليف أو تؤثر تأثيراً قوياً على الإيرادات والتي من المتوقع أن تزداد قيمتها أو تنخفض بدرجة كبيرة عند إعادة الحسابات والتقديرات المتوقعة ولإجراء تحليل الحساسية على وجه الدقة هنالك خطوات يجب إتباعها وهي كما يلي:

١. تحديد المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على المعيار المستخدم أو المعايير المستخدمة في تقييم المشروع الاستثماري.
٢. تقدير القيم الأكثر تفاؤلاً والأكثر تشاؤماً لهذه المتغيرات وكذلك هنالك القيمة الوسط الأكثر احتمالاً.
٣. إعادة حساب المعيار أو المعايير المستخدمة في تقييم المشروع الاستثماري[2]

١) عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٠) ص٣٣٧.
٢) المرجع السابق، ص.٣٣٨

الفصل الحادي عشر

تشكيل المحافظ الاستثمارية

ماهية محفظة الأوراق المالية:

إن تبويب الاستثمار من زاوية التعددية يشمل استثمار فردي، واستثمار متعدد يسمى المحفظة، وكلمة محفظة تشير إلى " وجود أكثر من استثمار، ولذلك يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية أو الاستثمارات هي تلك التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية[1]فعملية تكوين محفظة استثمارية يتطلب عملية اختيار الأصول داخل المحفظة بطريقة منهجية تأخذ في الاعتبار المخاطرة والعائد على الاستثمار بالنسبة لهذه الأصول من أجل تحقيق المقايضة Trade off الأكثر كفاءة بينهما[2]، فتبلغ نسبة محفظة الأوراق المالية والأذون أي الودائع لدى البنوك في نهاية يوليو- سبتمبر سنة ١٩٩٨ نسبة ١,٣٠٪[3] مما يعبر عن ازدياد اهتمام البنوك بتكوين محفظة بهدف تعظيم ربحيتها في ظل تقليل المخاطرة التي تتعرض لها البنوك في المستقبل، فالمحفظة عبارة عن " سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة، يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن[4].

مكونات الأوراق المالية في البنوك والمؤسسات المشابهة[1]:-

تتكون محفظة الأوراق المالية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، وتتفاوت هذه الأوراق من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق و إمكانية التسويق وعملية الإصدار، ودرجة المخاطرة- فالآلية التي تحكم الاستثمارات الخاصة بمحفظة الأوراق المالية هي الموازنة بين الربحية والسيولة".

---

١ د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ١٩٩٩، ص ١٥٩.

٢ د. محمود صبح، الحرية المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، الطبيعة الأولى، ١٩٩٩، ص٨٢

٣ البنك المركزي المصري، المحلية الاقتصادية، المجلد التاسع والثلاثين، العدد الأول، ٩٩/٩٨، ص٣

٤ د. محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإداراتها، القاهرة، بدون ناشر، ١٩٩٧، ص٢.

١ د. عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة - عملياتها و إدارتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٢، ص ١٥١.

ويرى البعض [٢] أن محفظة الأوراق المالية في البنوك تختلف في أجالها، بغرض تحقيق هدف مزدوج هو تكوين خط دفاعي وقائي لاحتياطات السيولة النقدية بجانب تحقيق عائد مناسب لعملية الاستثمار. ويمكن تصنيف تلك الاستثمارات إلى المجموعات التالية:-

* أورق مالية حكومية   * أورق مالية مضمونة من الحكومة
* أورق مالية غير حكومية   * الاستثمارات المباشرة
* صناديق الاستثمار

وهناك من قال[٣] أن محفظة الأوراق المالية تتكون من أوراق مالية مقيدة في البورصة وأوراق مالية أخرى غير مقيدة في البورصة وتتصف تلك الأوراق بالجمود لعدم تداولها في سوق الأوراق المالية، فالهدف منها إيجاد علاقات وروابط دائمة بين البنك والشركات التي يسهم فيها دون التخلص من تلك الأوراق أو الاتجار فيها.

الإستثمار و أداة المحافظ الإستثمارية :

مفهوم الإستثمار و إستراتجيته :

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الإستهلاك، و يعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند إتّخاذ قرار إستثمارى و هناك إستراتيجيتان هما:

أ- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر.

ب- إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

و هناك عاملين أساسيين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

أ- التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب- التنويع:فاستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعا من المحفظة الحذرة.

٢د أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار في البنوك التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص ٢١٦-٢٢٠

٣د. عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق.

I -٢- مفهوم المحفظة الإستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الإستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجورًا فقط.

و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحافظ ذات الأصول المالية
- المحفظة ذات الأصول الحقيقية
- المحافظ ذات الأصول المختلطة، و هو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

I - ٣- أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية:

إنّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

أ- السياسة العمومية:

و هي سياسة يفّضل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، و غالبا ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموّها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

ب- السياسة الدفاعية:

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الإستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل و التي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات...ألخ.

ج- السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، و يراعي فيها تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات إستثمارية منوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى ؟

أنواع صناديق الاستثمار:

حيث أن الهدف الرئيسي من صناديق الاستثمار هو زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق، فإن الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف تختلف باختلاف طبيعة كل صندوق.
حيث يوجد العديد من الأسس لتصنيف صناديق الاستثمار، منها ما يلي:

أولا- على أساس الهيكل التمويلي:

صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة CLOSED END FUNDS

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته. وتطرح هذه الصناديق للاكتتاب فيها إذا تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال ما. ولهذه الصناديق المغلقة عادةً هدف محدد ومدة محددة، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها، كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشرائها منهم، والحل الوحيد للتخلص منها هو بيعها في السوق [١].

صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة OPENED-END FUNDS

هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها. وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد، كما يمكنه بيعها متى ما أراد بعد إخطار قصير المدة، حيث أن إدارة هذه الصناديق تكون على استعداد لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد المستثمرين في التخلص منها جزئياً أو كلياً. [٢].

وتتعدد صناديق الاستثمار، سواء كانت مغلقة أو مفتوحة، وذلك بحسب الأغراض التي تؤديها، والأهداف التي ترمي إليها ودرجات الأمان التي ترغب فيها، وعليه فإن تلك الصناديق تقسم أيضاً حسب الغرض من الاستثمار وذلك كما يلي:

---

١ - جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ ١٩٩٨

٢ - الخضيري محسن أحمد ؛ كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ؛ ايتراك للنشر و التوزيع ؛ مصر -١٩٩٩ -

ثانيا- على أساس الغرض من الاستثمار:

صناديق النمو GROWTH FUNDS

هي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق، عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

صناديق الدخل INCOME FUNDS

هي تلك الصناديق التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر، وعادة ما يعتمد المستثمرون في هذه الصناديق على العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم، ولذلك عادة ما يشمل تشكيل هذه الصناديق اسهما وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم بالتوزيع للأرباح المتولدة.

صناديق الدخل – والنمو INCOME FUNDS –GROWTH

هي تلك الصناديق التي تجمع بين أهداف النوعين السابقين، والتي تسمى أحياناً بالصناديق المتوازنة.

ثالثا- على أساس عنصر الأمان:

صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون CAPITAL GUARANTEED FUNDS

هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة على رأس ماله، أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما وقعت، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد المحقق رقماً معيناً[١].

صناديق الاستثمار غير المضمونة UNGUARANTEED FUNDS

هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فقط، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه.

كما توجد أنواع من الصناديق الاستثمارية تكون ذات طبيعة معينة مثل:

صناديق الاستثمار في سوق النقد MONEY MARKET FUNDS

هي تلك الصناديق التي تكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية. والغرض هنا هو تقليل إمكانية حدوث خسائر رأسمالية إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة[٢].

---

١ - مطر محمد ؛ إدارة المحافظ الإستثمارية ؛ مؤسسة الورق للنشر و التوزيع؛ عمان؛ الأردن ١٩٩٩

٢ - هندي ابراهيم ؛ صناديق الإستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية ؛ مصر -١٩٩٩-

صناديق الاستثمار المتخصصة SPECIAL FUNDS

هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا. وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة.

صناديق الاستثمار التي لا تتعامل بالفائدة:

وهي تلك الصناديق التي تستثمر أموالها في أوراق غير ربوية وتركز على الأسهم والعقارات والتأجير والبيع الآجل والمشاريع التجارية والمشروعات السياحية والمعادن النفيسة... الخ. بشرط أن لا تكون منافية للشريعة الإسلامية. وتتراوح معدلات خطورة الاستثمار لهذه الصناديق من منخفضة إلى متوسطة.

مزايا صناديق الاستثمار

ترجع أهمية صناديق الاستثمار في المزايا التي يمكن أن تحققها هذه الصناديق، مثل الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، وتقليل المخاطرة وتوفير المرونة وتزويد المستثمر بخدمات متنوعة.

١- توفر الخبرة الفنية اللازمة:

أن الاستثمار في صناديق الاستثمار يوفر للمستثمر الصغير (الفردي) فرصة الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة الموجودة بإدارة هذه الصناديق. فهذه الصناديق الاستثمارية عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين وباحثين متميزين بما يمكنها من إدارة هذه الصناديق بكفاءة عالية. كما أن عمليات اتخاذ القرار الاستثماري والاحتفاظ بسجلات للمعاملات الضريبية ومراقبة حركة الأسعار في السوق واختيار التوقيت المناسب، أمور تلقى على عاتق المستثمر مسؤوليات يمكن أن يٌلقي بها على إدارة متخصصة تتولى عنه كل هذه الأمور[1].

---

١ - هندي ابراهيم ؛ الفكر الحديث في محال الإستثمار ؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر - ١٩٩٦ -

٢- تقليل المخاطر الاستثمارية:

مزايا صناديق الاستثمار هو قدرتها على تنويع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق، بطريقة تسهم في تقليل المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم. كما يمكن التقليل من المخاطرة (بأموال المستثمرين) من خلال التدقيق في تقارير العمليات التي يمولها الصندوق قبل تأسيسه، كما أنه في بعض الصناديق يتم الاحتفاظ بمخصص لمخاطر الاستثمار الطارئة التي تؤثر على الأرباح.

فضلاً على أن المشتري لأسهم صناديق الاستثمار يمكنه المساهمة في رأس مال عدد كبير من الشركات يعجز عن المشاركة فيها بشكل منفرد إذا كان رأسماله صغيرا. وكذلك المشاركة في مشروعات كبيرة بمساهمات صغيرة، إضافة إلى إمكانية الاستثمار في مشروعات طويـلة الأجـل (ذات الأرباح المرتفعة) في فترات زمنية قصيرة.

٣- المرونة والملاءمة (ارتفاع معدل السيولة):

يحصل المساهم في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة على ميزتي المرونة والملاءمة، حيث يحق له التحول من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة. وكذلك حقه في استرداد قيمة أسهمه إذا ما أراد التخلص منها كلياً أو جزئياً. كما يمكنه أيضاً إبقاء رأس ماله وسحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلك العائد إذا أراد.

٤- سرعة استثمار رأس المال:

إن قيام إدارة صناديق الاستثمار بدراسة الفرص الاستثمارية المربحة في الأسواق قبل الاكتتاب يؤدي إلى كفاءة تشغيلية بسبب انتظار الفرص الاستثمارية المناسبة. وفي هذا علاج لمشكلة فائض السيولة (تأخر استثمار الودائع) مما يسبب في انخفاض أرباحها.

السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة الصندوق وطبيعة أغراضه وأهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية:

السياسة المتحفظة أو الدفاعية DEFENSIVE POLICY

هي التي يكون فيها المستثمر متحفظاً تجاه المخاطر ويؤكد على عاملي الأمان والاستقرار، وعليه فغالباً ما تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة مما يضمن دخلاً ثابتاً ومستقراً لفترة طويلة.

السياسة الهجومية AGGRESSIVE POLICY

هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، حيث تكون الغلبة للأسهم العادية في تشكيلة المحفظة، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن حتى ترتفع الأسعار ليتم بيعها حينذاك وجني أرباح رأس مالية، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة في هذا المجال كبير.

السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية) AGGRESSIVE- DEFENSIVE POLICY

هي تلك السياسة التي يراعى فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار. وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.

دور المصارف في تكوين وتأسيس صناديق الاستثمار:

يمكن للمصارف التجارية أن تبادر إلى تأسيس أو المساهمة في تأسيس صناديق للاستثمار المشترك، والتي تعتبر أدوات استثمارية توفر للمستثمرين، أفراداً ومؤسسات، ممن لا يملكون الخبرة والقدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، الفرصة للدخول والمشاركة في الأسواق النقدية والمالية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، وذلك بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية.

في الوقت الحاضر معظم المصارف التجارية لا تمتلك الخبرة الكافية لمنافسة المؤسسات المالية العالمية في حقل إدارة صناديق الاستثمار في السوق المالي المتوقع أو حتى في الأسواق المالية العالمية. ولمواجهة هذا النقص وكبداية في هذا المجال الاستثماري الحيوي، قد يكون من الأجدى أن تتعاون هذه المصارف مع المصارف والمؤسسات المالية العربية والعالمية لتوفير صناديق الاستثمار للعملاء والمستثمرين المحليين، ويتم التنسيق وتقاسم العمل بين المصرف المحلي والأجنبي، وذلك بإشراف المصرف المحلي على تسويق نشاطات صناديق الاستثمار، في حين يتولى الشريك الأجنبي عملية إدارة أموال هذه الصناديق في الأسواق العالمية، وهذا يعزز الدور الاستثماري ويساهم في تعميق الثقة والتطور في إنشاء السوق[١].

---

١ - هندي ابراهيم ؛ صناديق الإستثمار في خدمة صغار و كبار المدّخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية ؛ مصر - ١٩٩٩-

الدور المتوقع لصناديق الاستثمار:

بالنسبة للاقتصاد الوطني:

من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاقتصادية، وكذلك تدعيم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فائض المدخرات. بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

كما تساهم صناديق الاستثمار أيضا في تنشيط السوق المالية عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب توفير الاستقرار الاقتصادي والذي بدوره يوفر مناخ الثقة، وكذلك توفر التشريع القانوني اللازم لتمهيد الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية.

بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل والخارج، وفي دعم الثقة في سوق رأس المال. ويتجه الاهتمام بشكل خاص في صناديق الاستثمار إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بتوفير عنصر الأمان للمستثمر وذلك عن طريق ما يقدمه من معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات بالسوق، ويقوم الصندوق بمسؤولية الاستثمار وإدارة الصندوق. ويمكن تلخيص أوجه **الاستفادة فيما يلي**[1]:

١. انخفاض مستوى المخاطرة، حيث أن المستثمر يملك حصة في محفظة مملوكة لعدد من المساهمين.

٢. الاستفادة من مهارات إدارة الصندوق وخبراتهم في الاستثمار.

---

١ - الخضيري محسن أحمد ؛ كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ؛ ايتراك للنشر و التوزيع ؛ مصر -١٩٩٩-

٣. المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين، وذلك بإتاحة الفرصة للمستثمر بتحويل استثماراته من صندوق لآخر، وخصوصاً في حالة أن الجهة المنشئة للصندوق تملك عدة صناديق، وهذا ينطبق و مبدأ التنويع.

جـ-بالنسبة للجهاز المصرفي:

يمكن استخدام صناديق الاستثمار كأوعية استثمارية، يمكن للمصارف من خلالها أن توظف فائض السيولة المتاح لديها، وبهذا فهي تتيح توجيه الموارد النقدية للاستثمار المباشر في المشروعات الإنتاجية، مع تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل درجة من درجات المخاطرة. كما أنها تعتبر بالنسبة للجهاز المصرفي موارد مالية خارج الميزانية.

د-بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية:

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين. كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق. كما سبق وأن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.

بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

-١-مفهوم المحفظة الإستثمارية المثلى و مواصفاتها:

المحفظة الإستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات الإستثمارية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أنّ المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:[١]

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان

١ مرجع سبق ذكره ص ٩٥

ب-تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي

ت-أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

و انطلاقا من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

-٢- مفهوم العائد والمخاطرة:

* العائد على الإستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

* أمّا مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الإنحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقا لمدى تقلبهم لمخاطر الإستثمار إلى فئتين:

١- فئة المستثمرين الراشدين، و تبدي تحفظا إتجاه المخاطرة،

٢- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجها نحو المخاطرة.

-٣-الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تنحصر هذه الطرق في:

أ- طريقة الرسم البياني:

و هي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط، و لكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

ب- طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة، وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءاً على المعادلات التالية:[1]

$$\text{مقدار النمو الوسطي} = \frac{\text{أكبر عائد(خلال الفترة)} - \text{أصغر عائد}}{\text{عدد السنوات}}$$

$$\text{معدل النمو الوسطي} = \frac{\left(\text{مقدار النمو الوسطي} \;/\; (\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد})\right)}{٢} \times ١٠٠$$

(٣) جمال ناجي ؛ ١٩٨٨ ؛ ص ٧٥

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقبلة، لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أنّ العائد في زيادة مستمرة.

ث-طريقة المتوسط الحسابي:

و تعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات، و اعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت و الإنحراف المعياري.

ج- طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:

و تعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الإستثمار و ذلك بالقيمة الحالية، و هو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية VAN

$$VAN = \sum + - D. \left(\frac{Rt - Dt}{(١-K)^t} \quad \frac{St}{(١-K)^t} \right)$$

حيث:

Rt: الإيرادات   K:معدل الفائدة   Dt: المصاريف

D.: كلفة الإستثمار عند الشراء   St: قيمة الإستثمار في نهاية الفترة

و لكن الحصول على VAN موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي مؤشر الربحية= [VAN / كلفة الإستثمار] × ١٠٠

و مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الإستثمار.

د - طريقة معدل المردود الداخلي:

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر، وطبقا لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. و إذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، و نفترض هذه الطريقة أنّ الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.

و بعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم إختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

٤-مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

و تتلخص في:

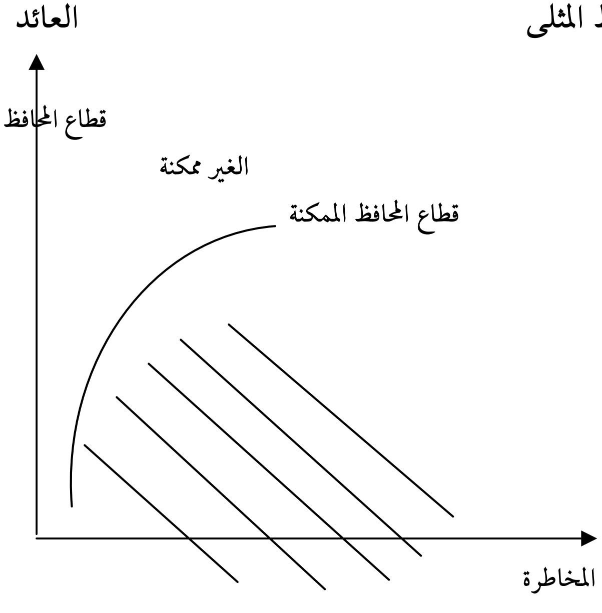
١- إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

٢- إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

٣- إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

و لبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحنى المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة.

الشكل: منحنى المحافظ المثلى



المصدر: مطر محمد -١٩٩٩- ص ٩٦

من الشكل I -١، ومن الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختارا لمستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.

و لتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

III - إختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

III-١- خصائص منحنيات السواء:

أ- إتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

ب-مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقا للمنحنى (١)، فإنه سيظطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى (٢).

ت-أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث-المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، و بلغة الإقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

III -٢ فرضيات منحنيات السواء:

أ- فرض عدم التشبع:

و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائما الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين إستثمارين نختار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

ب-فرض كراهية المخاطرة:

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلّها مخاطرة.[١]

III -٣- مفهوم الحدّ الكفء:

في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفأة شرطين:

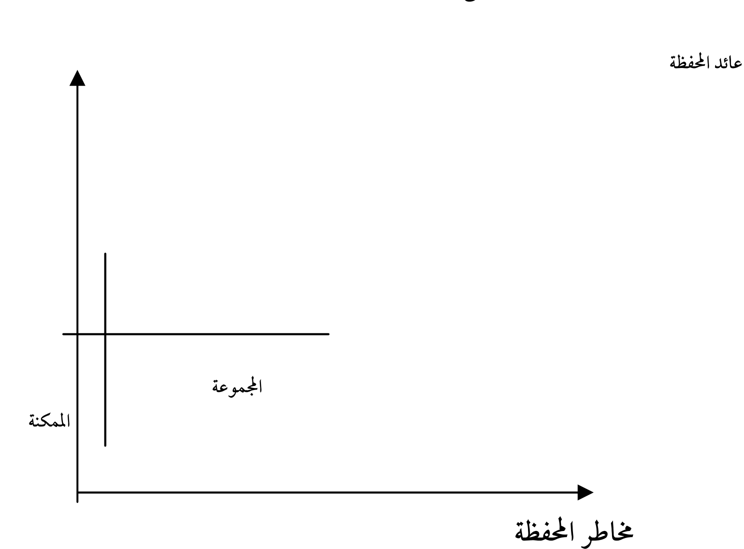
---

١ هندي منير ابراهيم - ١٩٩٦- ص ٣٠٨

أ- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب-اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلق على الإستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفأة " من الإستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

الشكل III-١ – المجموعة الكفأة



المصدر:هندي منير ابراهيم -١٩٩٦- ص ٣١

"ج"- تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، و لا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر عدا «ج"، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر و تحقق نفس عائد"ج"

"هـ": نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين"ج" و"هـ" تحقق الشرط الأول" أ"

لكن «ب": لا تحقق هذا الشرط لأن"ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

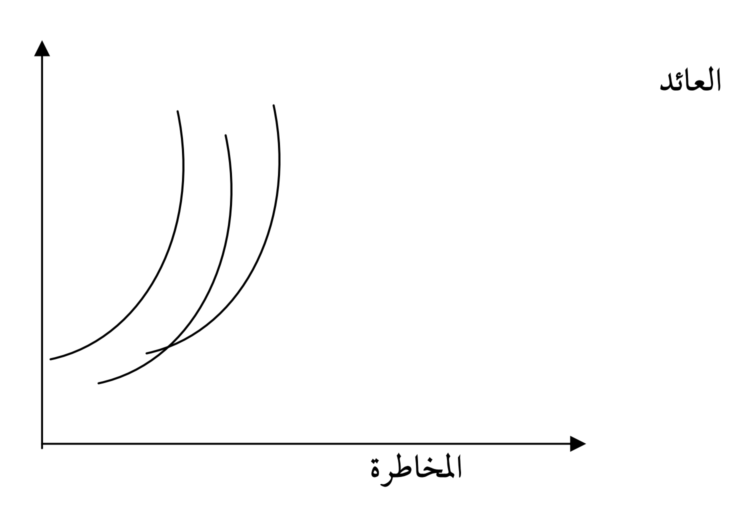
«د": تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر.إذا أيّ محفظة تقع بين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني.

"هـ" لا تحقق هذا الشرط لأن "هـ" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر.

إذاً بما أنّ النظرية تقتضي توافر الشرطين معا، حيث استبعدت "ب" في ظلّ الشرط الأول، و "هـ" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفأة هي التي تقع بين النقطتين "د" و "ج"

III-٤-اختيار المحفظة المثلى:

الشكل III-٢ المحفظة المثلى



المصدر: مرجع سبق ذكره ص ٣١٩

و تتحدد بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر

IV - مبدأ التنويع للتخفيض مستوى المخاطرة:

IV-١- مزايا تنويع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهمين ١، ٢، التوزيع الإحتمالي للعائد في كلّ منها كما يلي:

الإحتمال B	العائد من السهم (F)١	العائد من السهم ٢
٠,٥	٠,٢٠	٠,٢٠
٠,٥	٠,١٠	٠,١٠

نحسب العائد المربح للسهم أ حسب العلاقة:

$$F^*_{١} = \sum_{p=١} B_p \times F_p$$

$$F^*_{١}= (٠,٥ \times ٠,٢)+ (٠,٥ \times ٠,١)= ٠,١+٠,٥= \boxed{٠,١٥}$$

نحسب المخاطرة المربحة للسهم أ حسب العلاقة:

$$R_p^*= \sum_{p=١} B_p(F_p-F^*)^{٢}$$

$$R^*_p= ٠,٥(٠,٢-٠,١٥)+٠,٥(٠,١-٠,١٥) = \sqrt{٠,٠٠٢٥}= ٠,١٥$$

و بنفس الطريقة $R^*_{٢}= ٠,٠٥$ $\quad$ $F^*_{٢}= ٠,١٥$:

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F^*_p = \sum_{p=١} K_p. F^*_p$$

حيث K_p: الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^*= (٠,٥ \times ٠,١٥)+(٠,٥ \times ٠,١٥)=٠,١٥$$

٠,٥ تعني ٥٠٪ لأن المحفظة تتكون من السهمين ١، ٢ بالتساوي، أما المخاطرة المربحة للمحفظة بافتراض معامل الإرتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^*= \sqrt{(K_{١} R_{١})+ (k_{٢} R_{٢})+\underbrace{(K_{١}) \times (cov)(١,٢)+(k_{٢}) \times (cov)(١,٢)}}$$

= ٠ لأن معامل الإرتباط معدوم

$$R^*= \sqrt{(٠,٥ \times ٠,٠٥) + (٠,٥ \times ٠,٠٥)} = ٠,٠٣٥ < ٠,٠٥$$

قلت نسبة المخاطرة ب ١٥٪.

III -٣- عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الإستثمارية:

١- تنوع المخاطر الإستثمارية:

و تصنف المخاطر إلى:

- مخاطر سوقية: و هي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالإنتظام و يمكن توقعها و بالتالي تجنبها

- مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، و سياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

٢-عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

٣- معامل الإرتباط بين أصول المحفظة:

* من حيث نوع الإرتباط: فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار ، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الوول ستريت ، عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى إرتفاع حاد في أسعار السندات.

* من حيث قوة أو ضعف معامل الإرتباط: تتراوح بين +١ و -١ ، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الإلاتباط و قوة معامله.

ففي حالة الإرتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الإرتباط بين عوائد الأصول ، بينما في حالة الإرتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الإرتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الإرتباط موجبا و قويا لأن عملية التنويع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول ، على العكس، عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما ، فالتنويع يكون موجبا و مفيدا في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم و في إتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أنّ عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق ، والتي يمكن التنبؤ بها ، وذلك عن طريق معامل β ، فكيف يكون ذلك ؟؟

IV-٤ – التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β:

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو **dF= A+ (βx dF.S)**

dF: معدل التغير في العائد للمحفظة.

S: معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الإستثمار.

A: ثابت المعادلة. β: يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف β ، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية [1]

- إذا كان المعامل β=١ ، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام ، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة ٢٠٪ بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة ٢٠٪ كذلك ، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة السوقية العادية.

و نستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي ، فيتم احللا أصول استثمارية ذات معامل β منخفض، و في حالة الإنكماش يتم العكس.

مثال: لنأخذ محفظة تتكون من ٤ أصول مالية حسب الجدول التالي:

بيان أصول المحفظة	القيمة V	معامل β
سهم A	١٠٠٠	٠,٧٥
سهمB	١٠٠٠	١,٢٥
سهمC	١٠٠٠	١,٤٠
عملات أجنبية	٥٠٠	٠,٢

نحسب معامل β المربح $\boldsymbol{\beta^* = \sum V\beta / \sum V}$

$$= \frac{(١٠٠٠\times٠,٧٥)+(١٠٠٠\times١,٢٥)+(١٠٠٠\times١,٤)+(٥٠٠\times٠,٢)}{١٠٠٠+١٠٠٠+١٠٠٠+٥٠٠} = ١$$

---

١ منير محمد مرجع سبق ذكره ص ١٠٤

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع معامل β* وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل β منخفض بأصل آخر ، وليكن السهم D بقيمة ٥٠٠ بعامل β =−٣

$$*\beta = \frac{(١٠٠٠\times ٠,٧٥)+(١٠٠٠\times ١,٢٥)+(١٠٠٠\times ١,٤)+(٥٠٠\times ٣)}{٣٥٠٠} = ١,٤$$

إذا سيترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية ب ١٠٪ و ذلك ب ١٠٪ × ١,٤ = ١٤٪

رغم أنّ كلما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ ،إلا أنّ هناك ضوابط و قيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة

V - خصائص محافظ الأوراق المالية:

V -١ ظوابط و قيود تكوين محافظ الوراق المالية:١

١- ظوابط و قيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا، طويلا، متوسطا، لمدة سنة....)

٢- ظوابط و قيود مالية و رأسمالية: و هي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة و التي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية و تكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

٣- ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: و هو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

٤- ظوابط و قيود ضريبية و إلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية

١ لخضيري لحسن احمد -١٩٩٩- ص ٦٨

منصوص عليها و من ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة

٥- ظوابط و قيود الأخطار و المخاطر: يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

V -٢ –العوامل التي يجب مراعاتها عندإدارة الأوراق المالية:

١- معدل الفائدة و سعر الورقة المالية: إنّ عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة ، وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التب تطرح في السوق لأول مرة ، ومقارنة العائد عليها باغائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

٢- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الإستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد ، ولكن أيضا بمدى الإستقرار في معدل العائد و اتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير و الطويل أيضا.

٣- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

٤- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الإحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد ، لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينية و الوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

V-٣- الإعتبارات الفتية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

١- الإعتبارات الزمانية و المكانية: حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الإحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها ، و كمثال على ذلك توقيت

استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان ، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الإستثمار في مكان معين.

٢- مستوى جودة الورقة المالية: و يتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية و ترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

٣- السياسات المالية و النقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي ، وفي الإنفاق الحكومي الجاري و الإستثماري، و سياسات التكميش و تعقيم الكتلة النقدية ، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم و فوائد عوائد الأسهم.

٤- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار و قرارات البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي: [١]

أ- عمليات تحليل و تحديد الأخطار.

ب-عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

جـ- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

د- عمليات تنويع الأخطار ، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر

و تسهيلا لإدارة مثل هذا النوغ من المحافظ و تشجيعا للإستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الإستثمار.

V-٤- شركات الإستثمار:

V-٤-١ – ماهية شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات ، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة ، فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم و السندات و أذونات الخزينة...ألخ.

و ليس من حقّ المستثمر أنّ يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ، و يمكن القول أنذ شركة الإستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل ، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها. [١]

---

١ مرجع سبق ذكره ص ٨٤

V -٤-٢- تصنيف صناديق أُستثمار وفقا لمكونات التشكيلة:

١- صناديق الأسهم العادية:

و تتكون من الأسهم العادية فقط ، إلاّ أننّا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار و يقظة ، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ظئيل من اهتمام الإدارة ، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا لإختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

٢- صناديق السندات:

و تتكون من سندات فقط ، قد تكون مرتفعة الجودة ، وتولد عائداً منخفضا نسبيا و ولكنها لا تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قدّ تكون متباينة من حيث الجودة و المخاطر و العائد.

٣- الصناديق المتوازنة:

و تتمثل على مزيج من أسهم عادية و أوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت و محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة و منشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحوبل إلى أسهم عادية ، والأسهم الممتازة و وتتميز التشكيلة بمعامل β أقل من الواحد الصحيح ، بمعنى أنّ القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغير في السوق.

٤- صناديق سوق النقد:

و هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أيّ من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية[٢].

أ)استراتيجية جودة الاستثمارات: تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، وبمقتضى ذلك يتعين

---

١ هندي منير ابراهيم - ١٩٩٩- ص ١٢

٢ عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص(٧١)

الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويحمل هذا الاتجاه إلى دعوة البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب صكوك الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.

ب)**استراتيجية التنويع في الاستثمارات**: هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون ان يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، ويأخذ التنويع صوراً عديدة سوف يتناولها الباحث بالدراسة والعرض في طيات ذلك المبحث.

ج) **استراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة**: ويقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة في الأصول.

د)**إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار**: هي الاستراتيجية التي تقوم على هيكلة استحقاقات محفوظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة وهناك طريقتان لهيكلية استحقاقات المحفظة:-

Ladder Maturing وهم الاستحقاقات المتتابعة، والاستحقاقات المتتالية

Barbell Maturing وهي تقضى بتخصيص البنك في نوعية من الاستثمارات أحدهما قصيرة والآخر طويل وهي بالتالي تستعبد الاستثمارات متوسطة الأجل.

ه)**استراتيجية الاستبدال والمبادأة**: حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصاً استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة ويتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح لمعدلات الفائدة المتوقعة.

خطوات إدارة المحفظة :

لكي يتم إدارة المحفظة يتم ذلك عن طريق الخطوات التي يوضحها الشكل التوضيحي التالي:

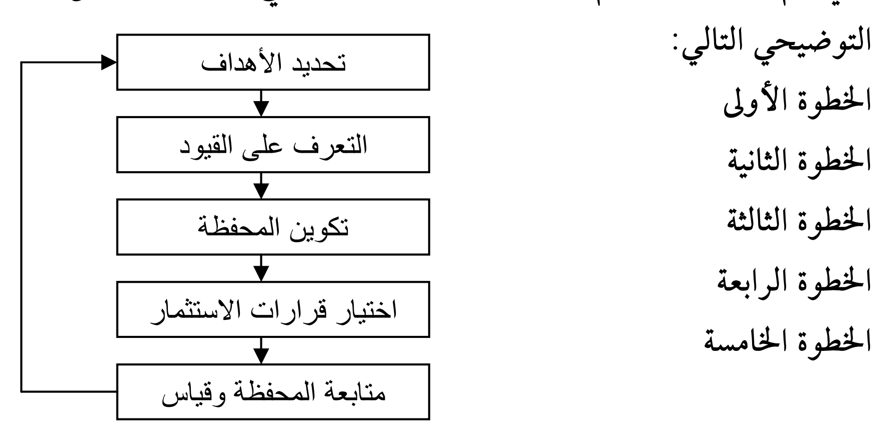
الخطوة الأولى

الخطوة الثانية

الخطوة الثالثة

الخطوة الرابعة

الخطوة الخامسة



أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية :

يحقق تكوين محفظة الأوراق المالية عدداً من الأهداف وتتمثل في الاستثمار الطويل أو القصير الأجل وكذا طبيعة الداخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية، وفي ضوء ذلك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الأهداف، ومن هذه الأهداف[١]:-

* حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
* تنمية المحفظة، أي تضخم قيمتها الرأسمالية.
* تحقيق عائد دوري ودخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع بأكبر من القيمة الشرائية.
* التأمين ضد المخاطر ولا سيما مخاطر انخفاض القوة الشرائية.
* تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.
* تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع[٢].
* توفير مصدر آخر للسيولة يتم اللجوء إلية عند الحاجة حيث يمكن بيع الأوراق المالية عند الحاجة للحصول على النقدية السائلة بدلاً من قيام البنك بالإقتراض[٣]

١ د محمد سويلم، "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، المنصورة، بدون ناشر، ١٩٩٥، ص (٣٨٢)

٢أ. جلال إبراهيم العبد، إدارة محفظة الأوراق المالية – دراسات"، الاسكندرية، بدون ناشر، ١٩٩٩، ص(٣)

* تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض،حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانباً من الضرائب المدفوعة على إيرادات محفظة القروض.

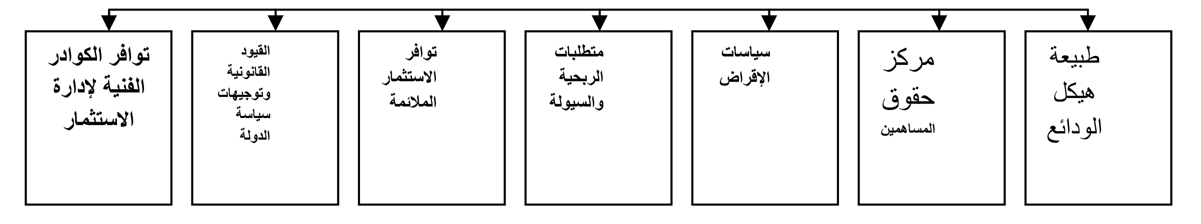
* يمد البنك بمرونة كافية في إدارة أصوله نظراً لان مكونات المحفظة يمكن التصرف فيها بسهولة ومرونة أكبر من محفظة القروض.

* تدعيم موقف البنك أمام المستثمرين وحملة الأسهم[1]

ومن هنا نرى أن أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية متعددة فقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف، حيث يسعى البنك إلى تحقيق تلك الأهداف من خلال سياسة الاستثمار المبنية على خطة التي تعتبر بمثابة مرشد واضح لفلسفة وأهداف الاستثمار في البنك.

قيود ومحددات تكوين المحفظة :

هناك مجموعة من العناصر المؤثرة في صياغة سياسات وإستراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية يجب التعرف على مدى تأثيرها كما يلي[1] في الشكل التوضيحي التالي:



تكوين محفظة الأوراق المالية

بعد أن تم تحديد الأهداف والتعرف على القيود ومحددات الاستثمار يتم وضع السياسة الاستثمارية بتكوين محفظة الأوراق المالية من خلال اتخاذ قرارات تخصيص أصول محفظة الأوراق المالية Asset Allocation Decision بمعنى كيف يتم توزيع استثمار المحفظة على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، فإن عملية تحقيق الأمثلية في المحفظة تتمحور حول توزيع

٣سياسة الاستثمار في البنوك" مجلة البنوك، القاهرة، العدد ٢٩، مايو/يونيو ٢٠٠١ ص١

١ سياسة الاستثمار في البنوك، مرجع سابق، ص ١.

١د. عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص (١٦٥ – ١٧٣)بتصرف.

الأصول والتي يطلق عليها نظرية "المحفظة الحديثة"[٢].ويحاول هذا النموذج التمييز بين مصادر الأموال المختلفة طبقاً لمتطلبات السيولة اللازمة وأيضاً معدل دوران تلك المصادر، فعلى سبيل المثال فإن الحسابات تحت الطالب تستلزم نسبة سيولة أعلى نسبياً مما تستلزمه ودائع التوفير والودائع لأجل، وذلك نظراً لأن معدلات دورانها أعلى من الأنواع الأخرى من الودائع، وبناء على ذلك فإن نسبة كبيرة من كل جنيه من الحسابات الجارية يجب تخصيصها في الاحتياطات الأولية والاحتياطات الثانوية ونسبة صغيرة يتم توظيفها في القروض واستثمارها في الأوراق المالية.

ويتوقف أسلوب تخصيص الأصول على السياسات التي يتم انتهاجها في إدارة المحفظة.

السياسات التي تحكم إدارة المحفظة:

تنقسم سياسات الاستثمار إلى الآتي[١]:

١- **سياسة استثمارية متحفظة أو دفاعية** Conservative of Defensive: وهي عبارة عن استثمار الأموال المتاحة يكون في الشكل سندات طويلة الأجل، أذون خزانة بما يضمن من توفير دخل منتظم على المدى الطويل.

٢- **سياسة استثمارية هجومية** Aggressive Policy: وتركز تلك السياسة على تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لحدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية والتي تكون غالباً في صورة أسهم عادية، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها ثم بيعها عندما ترتفع أسعارها. وتتميز تلك السياسة بارتفاع عنصر المخاطرة.

٣- **السياسة المتوازنة** Balanccd Policy: وهي تجمع بين تحقيق عنصر الأمان وجني أرباح رأسمالية، وتتكون المحفظة عند إتباع تلك السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وأدوات استثمارية طويلة الأجل كالسندات.

إن اختلاف أنواع الأدوات الاستثمارية الداخلة في المحفظة للبنك يتوقف على الفلسفة التي تتبناها إدارته والتي لا تخرج عن الثلاث سياسات السابق الإشارة إليها.

٢د. محمود صبح، مرجع سابق، ص (٨٥).

١عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص (٧٦).

اعتبارات استراتيجية إدارة محفظة الأوراق المالية:

يلزم على الإدارة العليا في البنوك التجارية، عند بناء سياستها واستراتيجيتها الخاصة بإدارة الاستثمار، مراعاة مجموعة من القواعد التي تعتبر بمثابة معايير تبنى عليها سياسات واستراتيجيات الاستثمار وأهمها[1]:-

١- توافر الأموال اللازمة للاستثمار:

يتم ذلك من خلال تدبير موارد مالية جديدة تتصف بالثبات وطول الأجل، وذلك عن طريق إصدار أوعية ادخارية جديدة تتضمن مزايا جديدة للمدخرين أو الاقتراض بسعر فائدة منخفض والذي يكون بمثابة رافعة تشغيلية.

٢- جودة الأوراق Quality of Individual Securities:

ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، بمعنى قابلية تلك الأوراق للبيع (دون أي عوائق) يلجأ البنك إلى تصفيتها عند الحاجة أي بمثابة احتياطات سيولة.

٣- تنويع الأوراق Diversification

ويعبر عن قرار البنك الخاص بتشكيله أو توليفه للاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فالهدف من التنويع تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، فالخطر الكلي للمحفظة يتمثل في خطرين هما:

- الخطر غير المنتظم والخاص بمحفظة بعينها ويتم تخفيضه عن طريق (التنويع القطاعي).
- الخطر المنتظم والخاص بالسوق ويتم عن طريق (التنويع الدولي).

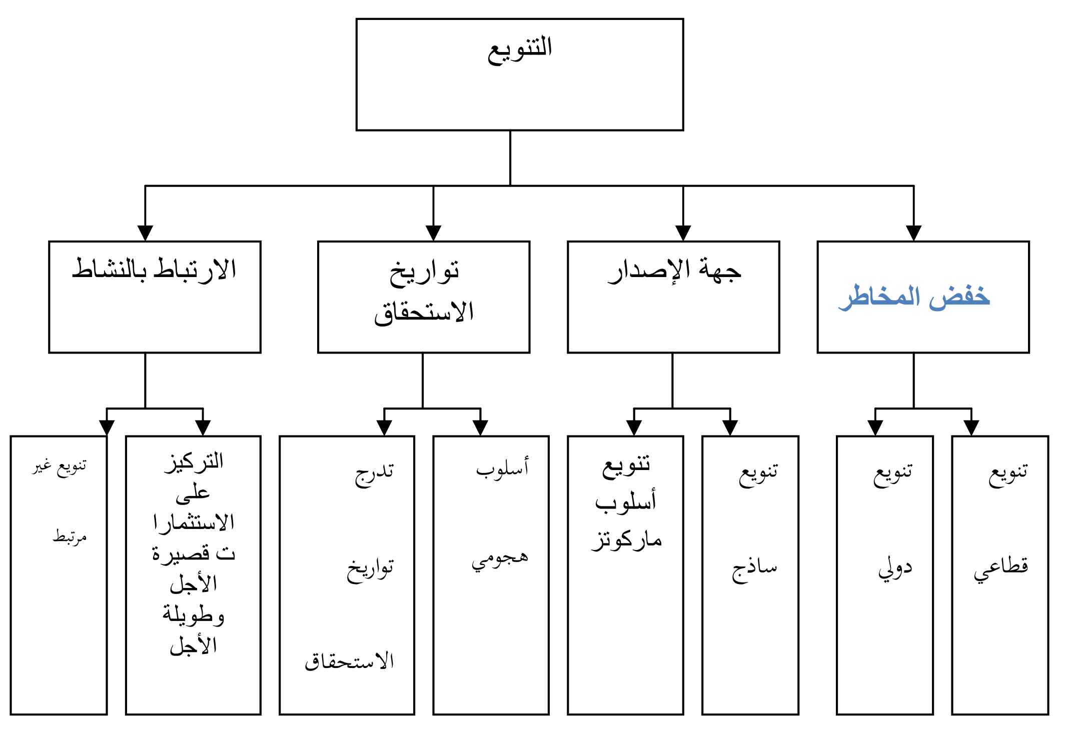
إذن تنويع الأوراق المالية من عدد مختلف من القطاعات يؤدي إلى خفض المخاطر الغير منتظمة، أما التنويع الدولي والذي يعني شراء أوراق مالية من إحدى البورصات الخارجية فيعمل على خفض المخاطر المنتظمة دون التأثير على حجم العائد للمحفظة.

تبويب التنويع:

---

[1] د.منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية"، دار المعارف الإسكندرية، ١٩٩٤، ص(٤٦٢-٤٦٢)

ويمكن توضيح أهم أنواع التنويع Diversification كما في الشكل التوضيحي التالي:



تنويع جهة الإصدار:[1]

ويقصد به عدم توجيه الأموال المستثمرة في المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة حيث من الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم منشأة واحدة وهذا التنويع يندرج من العشوائية إلى التخطيط، وهناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد: هما أسلوب التنويع الساذج وأسلوب ماركوتيز، وسيتم شرح كل منهما كما يلي:

أ- أسلوب التنويع الساذج: NAIVE DIVERSIFICATION

ويعبر عن زيادة حجم تنويع الاستثمارات التي تضمنها المحفظة يؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة (UNSYSTEMATIS)،بينما لا يسهم على الإطلاق في تخفيض المخاطر العامة حيث يمكن التخلص كليه من المخاطرات ذات الصيغة الخاصة (غير المنتظمة) إذا ما تضمن المحفظة حوالي ٢٥ إصدار.

---

١ عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص (٧٨)

ويلزم عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة لما يترتب عليه من آثار عكسية كما يلي:

١- صعوبة إدارة المحفظة.

٢- ارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة.

٣- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة.

٤- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

ب-التنويع وفقاً لأسلوب ماركوتز:

MARKOWITZ DIVERSIFICATION

ويقضي هذا الأسلوب بضرورة الاختيار الضيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمار. فكلما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة أي ليس هناك علاقة فإن المخاطر التي تتعرض لها عائد المحفظة تكون اقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات.يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة (المنتظمة). إذ يعتبر أفضل استثمار مقترح هو ذلك الاستثمار الذي يكون معامل الارتباط بين العائد المتوقع من ورائه وبين معدل المتوقع من الاستثمارات القائمة بالفعل ارتباط سالب.

تنويع تورايخ الإستحقاق[1]

توجد علاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للسندات، ويتم إتباع سياسة تنويع رشيدة بشأن توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل. وتوجد ثلاث أنواع من ذلك النوع من التنويع وهي الأسلوب الهجومي، أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق وأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل والطويلة واستبعاد متوسطة الأجل.

أ- الأسلوب الهجومي:

AGGRESSIVE PORTFOLIO MANAGEMENT

يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الاجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع

---

١ د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص (٢٢٩ – ٢٣٦)

ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وإذا تحققت تلك التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة يتمكن البنك من استخدام الحصيلة من شراء استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة.

ولا يلجأ البنك إلى استخدام ذلك الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

ب-تدرج تواريخ الاستحقاق: Laddered Maturity

ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

ج- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل Barbell Maturity structure

ويقوم ذلك الأسلوب على التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبعة سنوات)، ويرجع ذلك أن الاستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة، بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية حيث تساعد على تحقيق أرباح رأس مالية أكبر في حالة انخفاض الفائدة، أما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم في تعظيم هذا أو ذلك، إذ تقع بينهما، ويقتضي هذا الأسلوب من التنويع على توزيع اعتمادات المحفظة مناصفة بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فتوقعات وتنبؤات إدارة المحفظة هو المحدد الحاسم لتوزيع الأموال المستثمرة في المحفظة على استثمارات تتفاوت آجال استحقاقها بين قصير وطويل الأجل.

اعتبارات اختيار الأوراق المالية قصيرة الأجل:[1]

يتعين مراعاة الارتباطات التالية عند اختيار استثمارات قصيرة الأجل في المحفظة:

١- القابلية للبيع MARKETABILITY

وهي القدرة على بيع الورقة بسرعة وبأقل خسارة ممكنة، وتعتبر القابلية للبيع من أهم الخصائص الواجب توافرها في الاستثمار المؤقت.

٢- مخاطر التوقف عن السداد DEFAULT RISK

وهي المخاطر المرتبطة بعدم السداد لفوائد الدين أو أصله التي يتحملها المستثمر.

٣- تاريخ الاستحقاق MATURITY DATE

وهي الفترة الزمنية المتبقية قبل قيام مصدر هذه الأوراق برد قيمتها إلى المستثمر.

٤- معدل العائد على الاستثمار RATE OF RETURN

وهي العائد الناتج من الورقة المالية ويرتبط بدرجة المخاطرة.

ويتوقف مستوى الاستثمار المناسب في الأوراق المالي قصيرة الأجل على ما يلي:

- إمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية فإذا كانت الإمكانية منخفضة، فإنه يتعين الاحتفاظ بمستوى مرتفع من الاستثمارات في الأوراق المالية.
- تكاليف التعامل في الأوراق المالية فكلما زادت تلك التكاليف (تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية) كلما تناقص قدرة الأوراق على مواجهة النقص في النقدية.
- معدلات الفائدة يلزم زيادة الاستثمار في الأوراق قصيرة الأجل كلما ارتفعت معدلات الفائدة، حيث أن ارتفاع معدلات الفوائد على الأوراق المالية يجعل من احتفاظ الشركة بالنقدية أكثر تكلفة.

---

١ د. محمود صبح، "رأس المال العامل وتمويل المشروعات الصغيرة"، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، الطبعة الثانية، ١٩٩٩، ص ٧١

التنويع ودرجة الارتباط[1]:

يمكن تبويب التنويع من ناحية الارتباط بنشاط المنظمة إلى نوعان رئيسيان:

١- **التنويع المرتبط**: و هو التنويع داخل نشاط جديد يرتبط بالنشاط أو الأنشطة الحالية للشركة من خلال وجود سمة مشتركة بين واحد أو أكثر من مكونات كل نشاط، ويركز ذلك الارتباط على عناصر التصنيع والتسويق والتكنولوجيا.

٢- **التنويع غير المرتبط**: وهو يستهدف مجالات عمل جديدة لا ترتبط بأي علاقة واضحة مع أنشطة الشركة القائمة.

اختيار قرارات الاستثمار:

إن اختيار قرار الاستثمار في نوع معين من الاستثمارات يتم عن طريق اتخاذ قرارات تخصيص أصول محفظة الأوراق المالية بمعنى كيف يتم توزيع استثمارات محفظة الأوراق المالية على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم، سندات، أوراق أجنبية، وتوجد اعتبارات يجب أخذها في الاعتبار عند اختيار قرار الاستثمار وهي كما يلي:

- ما يتضمنه قرار الاستثمار (قرار شراء أوراق مالية) من النوع المستقر من الأوراق أو النوع الذي يتسم بالأمان والتي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة ودون خسائر تذكر أي أنها منخفضة المخاطر عند التحويل إلى نقدية.
- نسب الاستثمار في الأوراق المالية داخل كل قطاع أو بمعنى كيفية توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة.
- مستوى المخاطرة المقبول ويتوقف على الفلسفة والسياسة التي تتبناها إدارة المحفظة، والتي لا تخرج عن سياسة متحفظة أو هجومية أو معتدلة.
- الاعتبارات الضريبية وتأثيرها على اختيار قرار الاستثمار وبالتالي تحديد التشكيلة المكونة لمحفظة الأوراق المالية، حيث يتم الأخذ في الاعتبار معدلات الضرائب على التوزيعات والأرباح الرأسمالية ومدى تحقيق وفورات ضريبية.
- مستوى التنويع، ونوعه ودرجته وهل هو قائم على دراسة علمية أو تنويع عشوائي وذلك كما سبق الإشارة إليه.

---

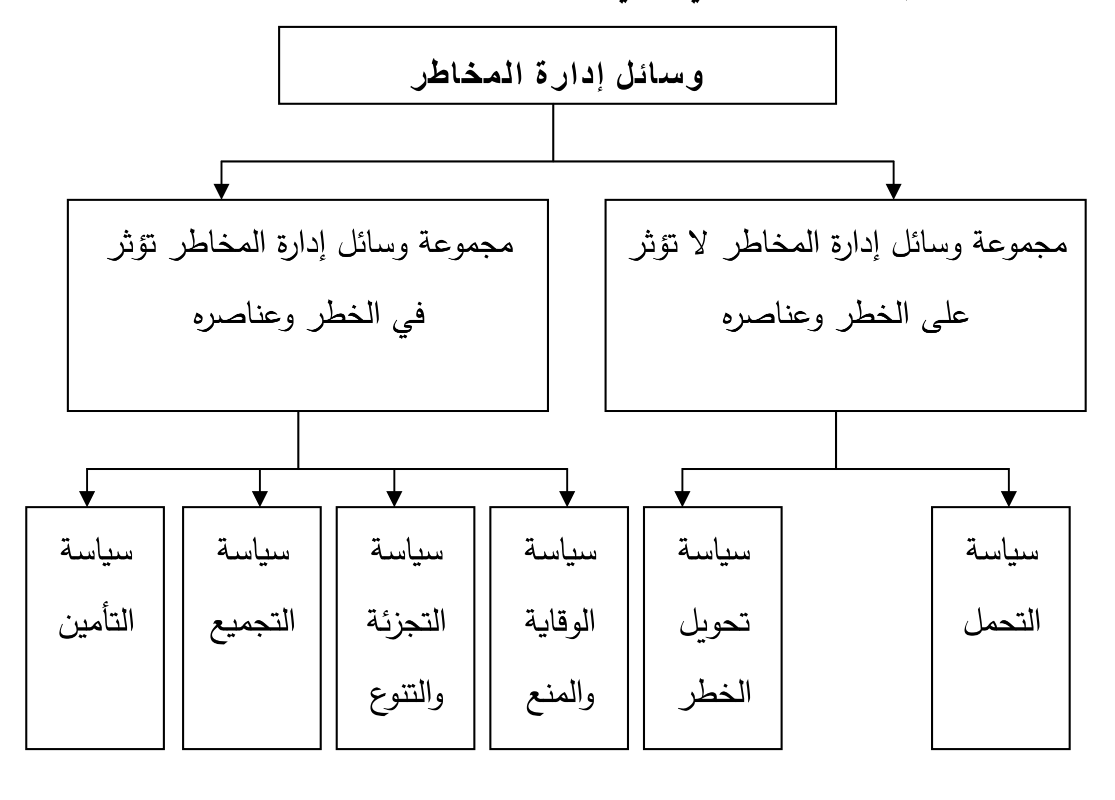
١ عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص (٨٣)

- متطلبات الربحية والسيولة، حيث أن الآلية التي تحكم قرار الاستثمار هو مدى الموائمة بين مستويات الربحية ودرجة السيولة المطلوبة.
- الالتزام بقاعدة الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر عالي.

وسائل إدارة المخاطر:

يقصد بإدارة المخاطر هي تنظيم متكامل بهدف مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق اكتشافه وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته مع اختيار أنسبها لتحقيق الهدف المطلوب.[١]

يتم تقسيم وسائل إدارة المخاطر تبعاً لمدى تأثير كل وسيلة على المخاطر وعناصره المختلفة كما في الشكل التوضيحي التالي:



١ د. حسني الخولي، "إدارة مخاطر المصارف من منظور تأميني" مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع، العدد الرابع، السنة التاسعة، ديسمبر ٢٠٠١، ص ٤٤.

من الشكل السابق يتبين أن وسائل إدارة المخاطر متعددة ومتنوعة وتنقسم حسب مدى تأثيرها على الخطر.

وسوف يتم هنا تناول إدارة المخاطر باستخدام استراتيجية التحصين كمثال.

إدارة المخاطر باستخدام استراتيجية التحصن[1] IMMUNIZATION STRATEGIC

التحصين هي كلمة مستعارة من العلوم الطبية حيث يهدف إلى الوقاية من بعض الأمراض، فإن مخاطر ارتفاع سعر الفائدة له تأثير سلبي على السندات، حيث يمكن تقليل ذلك التأثير السلبي عن طريق إستراتيجية التحصين، برنامج التحصين يقوم على محورين أساسيين:

المحور الأول:

تقدير المدة الزمنية المثلى للاحتفاظ بالسندات الاستمرارية DURATION ويقصد بالاستمرارية هي المدة الزمنية المناسبة للاحتفاظ بالسند وهي بذلك تعني طول الفترة اللازمة للاحتفاظ بالسند حتى يغطي تكاليف.

لكي يمكن تحقيق الفاعلية في تقدير المدة الزمنية المناسبة للاحتفاظ بالسند يلزم توافر مجموعة من الشروط و هي:

- أن المدة المناسبة أو الاستمرارية هي دائماً أقل من فترة استحقاق السندات.
- أن السندات التي تعطي كوبون أعلى تكون مدته المناسبة أقل لأنه يغطي تكاليف أسرع.

أن السندات التي لا تصرف كوبونات (لا يعطي عائد دوري ثابت) سوف تكون مدته المثلى والمناسبة هي نفسها فترة الاستحقاق.

التأثير الإيجابي لأحد مكونات مخاطر تغير سعر الفائدة (مخاطر السعر أو مخاطر إعادة الاستثمار) مساوياً للتأثير السلبي الذي يحدثه النوع الآخر.

---

١ عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص (٨٨)

المحور الثاني:

إعادة استثمار التدفقات النقدية.

وهو ذلك الأسلوب الذي يتم عن طريق تحقيق عائد مستهدف في مواجهة ارتفاع سعر الفائدة، حيث مع ارتفاع سعر الفائدة تقل قيمة السند سوقياً لذا يتم إعادة استثمار تدفقات السند النقدية بمعدل العائد السوقي حتى يمكن تلافي الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة على قيمة السند ويتم ذلك عن طريق اتباع ما يلي:

١- حساب هبوط السندات نظراً لارتفاع سعر الفائدة.

٢- حساب العائد من استثمار التدفقات النقدية لذلك السند بمعدل العائد السوقي.

مداخل تقييم أداء المحفظة[١]:

أن تقييم المحفظة يجب أن يتم من أن يتم من آن إلى آخر أثناء عملية إدارة المحفظة، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وأهم تلك المداخل أربعة نماذج أساسية هي:

١- نموذج " شارب " SHARP,S MODEL

٢- نموذج " ترينور" TRYNOR,S PERFORMANCE MEASURE

٣- نموذج " جنسن" JENSEN,S PERFORMANCE MEASURE

٤- نموذج " فاما " FAMA,S COMPOMENT INVESTMENT PERFORMANCE MEASURE

وسوف يتم عرض كل نموذج كما يلي:

١- نموذج SHARP,S MODEL

وهو مقياس مركب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر " المخاطر الكلية سواء المنتظمة وغير المنتظمة. والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد THE REWARD TO VARIALITY، فذلك النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

---

١ د. محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ص (٢٨١ – ٢٩٦)، بتصرف.

ويستخدم وليام شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية وذلك النموذج يستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة.

٢- نموذج ترينور TRYNOR,S PERFORMANCE MEASURE

ويقوم ذلك النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة حيث يتم قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا P، ومعامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي واحد صحيح، ويقاس معامل بيتا عن طريق حساب التغاير COVARIANCE بين عائد محفظة ما وعائد محفظة السوق بمجموع حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوماً على عدد الفقرات مطروحاً منها درجة حرية واحدة.

٣- نموذج " جنسن" JENSEN,S PERFORMANCE MEASURE

قدم " جنسن " نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل " ألفا "، وتقوم فكرة ذلك النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد فالمقدار الأول يعبر عن " مقدار العائد الإضافي "، أما المقدار الثاني ويعبر عن " علاوة خطر السوق" ومعامل ألفا يشير إلى الأداء للمحفظة يكون جيد لو كان المعامل موجب ويكون سيئاً لو كان المعامل سالباً. أما إذا كان ألفا صفراً فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث يتساوى عائد المحفظة مع عائد السوق ويعتمد ذلك المقياس على استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كمعيار لتقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة بين معدل العائد الفعلي المحقق ومعدل العائد المحسوب وفقاً لنموذج تسعير الرأسمالية.

٤- نموذج " فاما " FAMA,S COMPOMENT INVESTMENT PERFORMANCE MEASURE

وقد قدم " فاما " نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة. ويقوم ذلك النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع EX-ANT MARKET LINE، وذلك المنحنى يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة.

ويقوم ذلك النموذج على فرضية السوق الكاملة PERFECT MARKET ويمكن تجزئة ذلك النموذج إلى ثلاث مكونات أساسية هي:

I- تقييم الانتقائية EVALUATING SELECTIVITY

II- تقييم التنويع EVALUATING DIVERSIFICATION

ج- تقييم الخطر EVALUATING RISK

١-تقييم الانتقائية EVALUATING SELECTIVITY

وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة وذلك عن طريق عائد الإنتقائية، وذلك العائد هو الفرق بين المحفظة وعائد محفظة منوعة تنويعاً جيداً.

٢-تقييم التنويع EVALUATING DIVERSIFICATION

وهو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنويع، حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما:

- العائد الناجم من الانتقائية NET SETECTIVITY.
- العائد الناجم عن التنويع DIVERITICATION.

٣- تقييم الخطر EVALUATING RISK

وهو مقياس لخطر المحفظة، إذا فرض أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، فإن معامل بيتا في ذلك الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر يمكن قياسه كالآتي:

الخطر = خطر المدير + خطر المستثمر.

الفصل الثاني عشر

المحافظ الاستثمارية الإسلامية

تعريف صناديق الاستثمار:

هناك عدة تعريفات للصناديق الاستثماريّة، منها:

أولاً: هي وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد، واستثمارها في الأوراق المالية، من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية.[١]

ثانياً: تجميع أموال الأشخاص الطبيعيين، أو الاعتباريين بغرض إخضاعها لإدارة ما تتولى تنميتها عبر استثمارها في أدوات إستثمارية ومجالات أخرى.[٢]

ثالثاً: برنامج استثمار مشترك، يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه، بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة.[٣]

رابعاً: عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهّد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يمتلكه من حصص، وفقاً للشروط التي تبيّنها نشرة الإصدار.[٤]

---

١ تهامي، عز الدين فكري، (١٩٩٧م). تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، ٢٢مارس، ص٣.

٢ أحمد، مصطفى علي، (١٩٩٧م). صناديق الاستثمار، مزاياها وأنواعها، التكييف الشرعي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، ٢٢ مارس، ص١١٢.

٣ مجلس هيئة السوق المالية، قرار رقم ٤ -١١ -٢٠٠٤، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها ص١٢.

٤ الحسني، أحمد حسن أحمد، (١٩٩٩م). صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، ص٦.

وتم تعريف الصناديق الاستثماريّة تعريفاً شاملاً كالآتي:

خامساً: مؤسسات ماليّة في شكل شركة مساهمة، تتولّى تجميع المدخرات من الجماهير، بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، تعهد بها إلى جهة أخرى لإدارتها واستثمارها في الأوراق المالية أساساً، ومجالات الاستثمار الأخرى نيابة عن المدّخرين، لتحقيق أعلى عائد من الربح بأقل مخاطرة وفق شروط متفق عليها.[1]

خصائص صناديق الاستثمار:

وهناك عدة خصائص للصناديق الاستثماريّة،[2] وهي كالآتي:

أولاً: إتاحة المجال لذوي الدخل المحدود للتعامل في سوق المال إذا امتلك حدّاً أدنى من الوثائق تمكنه من الاشتراك في إحدى صناديق الاستثمار.

ثانياً: تخفيض حجم المخاطر التي تواجه المستثمر، حيث تقوم بتنويع استثماراتها في الأوراق المالية، وحيث إنّ صغار المستثمرين، لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة، وعدم توفر مبالغ كبيرة للاستثمار في هذا المجال.

ثالثاً: السّيولة: وخاصة في الصناديق المفتوحة، فيستطيع المستثمر سحب قيمة وثائقه، من الصندوق المصدر لها خلال أي يوم من أيام العمل.

رابعاً: الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة، التي تدير محفظة الأوراق المالية، للمستثمر بتكاليف منخفضة.

خامساً: تحقيق عائد أعلى من عائد الوثائق المصرفيّة.

سادساً: تمكن المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل أو بعض رأس المال وفق شروط معينة.

سابعاً: تسهيل اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمر، لما تتمّتع به هذه الصناديق من شفافية، وإفصاح عن إدارتها بشكل مستمر.

---

١ العنزي، عصام خلف، (٢٠٠٤م). صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها، دراسة فقهية قانونية، رسالة جامعية، الجامعة الأردنية، ص١٥.

٢ العنزي، صناديق الاستثمار الإسلامّية والرقابة عليها، مرجع سابق، ص ص ٢٣ -٢٥.

ثامناً: الأنواع المختلفة للصناديق، تعطي مرونة للمستثمر في اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه.

تاسعاً: تخضع هذه الصناديق لرقابة من قبل جهاز هيئة سوق المال.

التكييف الفقهيّ لصناديق الاستثمار:

أولاً: الأطراف المتعاقدة في صناديق الاستثمار:[1]

هناك عدة أطراف تعتبر الأساس في تكوين صناديق الاستثمار وهذه الأطراف هي:

١. المساهمون المكتتبون في الصناديق.

٢. مدير الاستثمار.

٣. جهة الإصدار: وهو المصرف الذي يقوم بإنشاء الصندوق واستصدار التراخيص الرسمية لإنشائه، وقد يشارك في رأس ماله.

ثانياً: العلاقات التي تنشأ بين هذه الأطراف هي:

١. علاقة المساهمين فيما بينهم: حيث يقوم المساهمون بالاكتتاب في الصناديق بالحصول على أوراق مالية وفق وحدات متساوية القيمة، والتي تمثل حصصاً للمساهمين في هذه الصناديق، إذن فالعلاقة بين أصحاب هذه الأموال علاقة مشاركة، هذه الشركة تعتبر شركة أموال، وشركة الأموال جائزة ومشروعة في الفقه الإسلاميّ.[2]

٢. علاقة المساهمين بمدير الاستثمار: وتعتبر هذه العلاقة علاقة مضاربة،[3] حيث يقوم مدير الاستثمار بإدارة الأموال نظير حصة معلومة من الربح. حيث إنّ أصحاب الوحدات الاستثماريّة هم أرباب المال، ومدير الصندوق هو المضارب.[1]

---

١ هندي، منير، (١٩٩٩م). أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الاسكندرية، ص١٤١.

٢ النسفي، البحر الرائق، ج٥، ص١٨٠. -النفراوي، الفواكه الدواني، ج٢، ص١٢٠. -الشربيني، مغني المحتاج، ج٢، ص٢١٢. -المرداوي، الإنصاف، ج٥، ص٤٠٨.

٣ والمضاربة هي عقد بين طرفين، يقوم الأول ببذل المال، والآخر ببذل العمل، على أن يكون الربح بينهما على حسب الاتفاق. -الهداية شرح البداية، ج٣، ص٢٠٢. -الجندي، خليل بن اسحاق، مختصر خليل، (٢٠٠٥م). (المحقق: أحمد جاد)، دار الحديث، القاهرة، ط١، ص٢٣٨، -النووي، روضة الطالبين، ص٧٣، - ابن قدامة، المغني، ج٧، ص١٣٧.

٣. العلاقة بين جهة الإصدار والمساهمين: وبما أنه يمكن للمصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال، فتصبح العلاقة بينه وبين المساهمين علاقة مشاركة، "شركة أموال"، وقد يتقاضى عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية، وتعتبر هذه العمولة أجرة لهذا المصرف، وهي جائزة شرعاً.[٢] فالمدير ينوب عن المستثمرين بإدارة الاموال لتحقيق الربح، وذلك مقابل أجر، وهو ما يسمى "الوكالة بأجر".[٣]

ويمكن القول بأن الصناديق الاستثماريّة هي علاقة تعاقدية بين طرفين، وهما من يحدّد شكل التعاقد من الجانب الفقهيّ، فقد يكون هذا التعاقد على أساس المضاربة او الوكالة بأجر أو الجعالة، وهذا يرجع إلى طريقة احتساب العمولة، سواء أكان ربحاً، أم أجراً، أم جُعلاً، ولكن وفق الشروط التي حدّدها الفقهاء لكل عقد.[٤] وقد تكون العلاقة **من خلال اعتماد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم.**[٥]

أقسام صناديق الاستثمار:

أولاً: أقسام صناديق الاستثمار (وفقاً لاعتبار هيكل رأس المال):

١. صناديق الاستثمار المفتوحة: وتكون رؤوس أموالها متغيرة وغير ثابتة.[٦] ويزداد حجمها ببيع الوثائق الاستثماريّة، ويقل حجمها باسترداد بعض المستثمرين للوثائق الاستثماريّة،[٧] ويبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه، طالما أن نشاطه ما زال قائماً.

---

١ آدم، محمد عبده، صناديق الاستثمار الإسلاميّة ودورها في تعبئة واستخدام الموارد، مع دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار السعودية، رسالة دكتوراه في قسم الاقتصاد، جامعة النيلين، السودان، ص١٤٨.

٢ صلاحين، عبد المجيد، صناديق الإستثمار الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.ص ص ٩ -١٠.

٣ أبو غدة، عبد الستار، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها،ج٢، ص١٣.

٤ العتيبي، أحمد، (١٤٢٧هـ). المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، ط١، ص٥٤.

٥ أبو غدة، عبد الستار، الاستثمار في الأسهم والوحدات والصناديق الاستثمارية، مجلة المجمع، الدورة التاسعة، المجلد الثاني، ص١١.

٦ الفطافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، ص٩٨.

٧ الهنيدي، عدنان، وآخرون، (١٩٩٥م). المصارف الإسلامية وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربية، ص٩٠.

٢. صناديق الاستثمار المغلقة: وتكون محدّدة القيمة والحجم مسبقاً، وعدد الوثائق التي تصدرها ثابتة، ويتم تداول هذه الوثائق في البورصة، وتنتهي هذه الوثائق بانتهاء مدة الصندوق، ويتم استرداد قيمتها من الجهة المُنشئة للصندوق.[١]

ثانياً: أقسام صناديق الاستثمار: (وفقاً للهدف منه)

١. **صناديق النمو**: وهي صناديق تهدف إلى تحقيق نمو رؤوس أموالها، ولا تركز على إيجاد دخل دوري للمستثمر، وتقوم بحجز الأرباح المتحققة من أجل التوسعة وتحقيق نمو أكبر لرأس مالها.[٢]

٢. **صناديق الدخل**: وتحقق دخل دوري للمستثمر، وتناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائدات استثماراتهم لتغطية أعبائهم المعيشية، كما أن محافظ هذه الصناديق تتكون من أسهم وسندات لشركات كبيرة، توزّع أرباحاً على مساهميها بشكل كبير.[٣]

٣. **صناديق النمو والدخل**: وتحقق هذه الصناديق الهدفين معاً، بتحقيق دخل دوري للمستثمر ويعمل على تحقيق نمو رأسمالي للمستثمرين.[٤]

أنواع الصناديق الاستثماريّة:

أولاً: أنواع الصناديق الاستثماريّة التقليديّة:

١. **صناديق العملات**: حيث يقوم مدير الاستثمار بالمتاجرة في العملات، للاستفادة من فروقات الأسعار بمرور الزمن.[٥]

٢. **صناديق الأسهم**: وهي صناديق متوسطة أو طويلة الأجل، وتعتبر مشهورة جداً، ويتم الاستثمار بأنواع مختلفة من الأسهم، ويهدف المستثمر لتحقيق نمو رأسمالي في المدى الطويل.[١]

---

١ جبر، هشام، (٢٠٠٥م). صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية، ٨-٩ مايو ٢٠٠٥م، ص٧.

٢ حمامي، عبد الكريم، (٢٠٠٠م). صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة، ص ص ٢٤-٢٥.

٣ الهنيدي وآخرون، المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص٤٨.

٤ دوابة، أشرف، (٢٠٠٤م). صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، ص٦٢.

٥ مطر، محمد، (٢٠٠٤م). إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، ص٧٣.

٣. **صناديق السندات**: ويرغب المستثمرون بهذه الصناديق إلى الابتعاد عن المخاطرة وتحقيق عائد ثابت،[٢] بالرغم من تدنّي هذه العوائد مقارنة بالأنواع الأخرى من الصناديق، ومن المعروف أن الاستثمار بهذه الصناديق محرّم شرعاً، لأن السندات عليها سعر فائدة وهو محرّم شرعاً.[٣]

٤. **صناديق السلع أو البضائع**: حيث يتم شراء السلع نقداً وبيعها بالآجل، وتعتبر أرباح هذا البيع هي دخل الصندوق الذي يوزّع على المكتتبين في الصندوق بنظام النسب، ويتم استخدام بيع المرابحة والسلم والاستصناع.[٤]

٥. **صناديق الذهب والمعادن النفيسة**: وتُعنى هذه الصناديق بالاستثمار في أسهم شركات الذهب والمعادن النفيسة.[٥]

٦. **صناديق النقد**: وتحتوي هذه الصناديق على أوراق مالية قصيرة الأجل، مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفيّة. وتعتبر هذه الصناديق مستقرة القيمة، ومخاطرها قليلة، وسيولتها عالية ولكن يؤخذ عليها بأنّها منخفضة العوائد.[٦]

٧. **الصناديق المتوازنة**: وتتكون من أسهم عادية، وأدوات مالية أخرى مثل السندات والأسهم الممتازة،[٧]وسمّيت ايضاً بالصناديق المنوعة،[٨] وتختلف نسبة الأسهم العادية إلى مكونات الصندوق الأخرى باختلاف الأهداف المُحدّدة للصندوق.[١]

---

١ السيد، زينب، ماهية صناديق الاستثمار وادارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، م٣٩، العدد١، ص٩٠.

٢ المومني، غازي، (٢٠٠٣م). إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص٢٩.

٣ صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر،٢|٢١٣.

٤ مبروك، نزيه، (٢٠٠٦م). صناديق الاستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، ص١٠٩.

٥ الشراح، رمضان، ومحروس حسن، (١٩٩٩م). الاستثمار النظرية والتطبيق، ذات السلاسل، الكويت، ص٢٤٦.

٦ صقر، عطية، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٢١٧.

٧ خريوش، حسني، وآخرون، (١٩٩٩م). إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، ص١٣٤.

٨ هندي، منير، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص٥٣.

ثانياً: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلاميّة:

وتقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى الأنواع الآتية:[2]

١. **صناديق الأسهم الإسلاميّة:**

ويقوم مبدأ هذا الصندوق على:

أ. اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحاً.

ب. أن يحسب المدير ما دخل على الشركات، التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفيّة، ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.

ج. أن يتقيّد بشروط صحّة البيع، وأن يتقيد بشروط الصرف في حالة النقود.

٢. **صناديق السلع**: ويكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالآجل، واتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدَوْليّة نظراً لتطور أسواق السلع الدَوْليّة،[3] ووجود جهات متخصصة معتمدة في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، ويقصد هنا بالسلع تلك التي يكون لها أسواق بورصة منظمة مثل الألومنيوم والنحاس والبترول ويقتصر التعامل بالسلع المباحة، والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالآجل، ويُستثنى من ذلك الذهب والفضة.[4] وقد تعمل صناديق السّلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم.[5]

٣. **صناديق التأجير**: وعقد الإجارة هو عقد محلّه منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع، كالسكن بالنسبة للمنزل، والنقل بالنسبة للسيارة، إذن فهو عقد بيع

---

١ غنيم، حسين، (٢٠٠٥م). دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، ص٢٧.

٢ القري، محمد علي، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها، مرجع سابق، ص٤٣.

٣ مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص٦٩.

٤ مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي، مرجع سابق، ص١٠٩.

٥ مبروك، نزيه، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، مرجع سابق، ص١٠٩.

للمنافع.[1] ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق الأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات والعقار.

٤. **رأس المال المأمون**: ويقوم الصندوق بالاستجابة لرغبات المستثمرين الذين يفضلون الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية.[2]

ثالثاً: تكييف العلاقة بين مدير الاستثمار والمساهمين في الصناديق الاستثماريّة:

وتقترح الباحثة تكييف العلاقة شرعاً بين مدير الاستثمار والمساهمين، على أساس عقد الجعالة، بحيث يطلب المساهمون من مدير الاستثمار إدارة الاوراق المالية بالبيع والشراء لتحقيق ارباح رأسمالية وعوائد دورية للمساهمين (أصحاب الوحدات الاستثماريّة) مقابل جُعل يستحقّه إذا حقق هدفاً معيناً، مثلاً تحقيق أرباح رأسمالية بمبلغ معين، وما زاد عن هذا المبلغ فهو له، أو تحقيق عائد دوري معين وما زاد عن هذا المبلغ شهرياً، فهو لمدير الاستثمار. وهذا من شأنه أن يحفزه على تحقيق الأرباح وابتكار فرص استثمارية جديدة، وإدارة الأوراق المالية بكفاءة أكثر حتى يستحقّ أكبر جعل ممكن وهو الفائض عن الرقم المُحدّد له مسبقاً.

وإذا لم يحقق مدير الاستثمار هذا الرقم المُحدّد فلا جُعل له ،لأنه لم يحقق النتيجة المطلوبة. وقد يحدد له راتباً شهرياً، بالإضافة إلى جُعل معين إذا زادت الأرباح عن رقم معين، حتى يشجعه ذلك على العمل بكفاءة.

---

١ جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، ص٧.

٢ جبر، هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، ص٧.

المحتويات

المقدمة.. ٥

الفصل الأول

مفهوم التمويل في الإسلام.. ٩

الفصل الثاني

طبيعة القرارات التمويلية ٥٩

الفصل الثالث

تكلفة التمويل.. ٧٩

الفصل الرابع

العلاقة بين العائد والتكلفة وأثرها في اختيار هيكل التمويل............ ٨٥

الفصل الخامس

مفهوم الاستثمار في الإسلام.. ١١٧

الفصل السادس

مقدمات قرار الاستثمار... ١٨١

الفصل السابع

مخاطر الاستثمار... ١٩٤

الفصل الثامن

أدوات الاستثمار في الإسلام.. ٢١٥

الفصل التاسع

الهندسة المالية الإسلامية:.. ٢٥٣

الفصل العاشر

أساليب تقييم المشروعات... ٢٦٥

الفصل الحادي عشر

تشكيل المحافظ الاستثمارية..٢٩٣

الفصل الثاني عشر

المحافظ الاستثمارية الإسلامية..٢٣١

التمويل والاستثمار

Finance and investment

الاستاذالدكتور

محمد الفاتح محمود بشير المغربى

عمان - العبدلي - مركز جوهرة القدس التجاري

تلفاكس: ٠٠٩٦٢ ٦ ٤٦٥٩٨٩١ - خلوي: ٠٠٩٦٢ ٧ ٩٥٧٤٧٤٦٠ - ٠٠٩٦٢ ٧ ٩٦٢٩٥٤٥٧

ص.ب ٩٢٧٤٨٦ عمان ١١١٩٠ الأردن

E-mail: dar_jenan@yahoo.com

التمويل والاستثمار

الاستاذالدكتور محمد الفاتح محمود بشير المغربى



Cover design: Samir Alawneh
079 732 9119